



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV FINANCÍ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF FINANCES

NÁVRH OCENĚNÍ PODNIKU

PROPOSAL OF VALUATION OF THE FIRM

DIPLOMOVÁ PRÁCE
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

Bc. LENKA CYGONKOVÁ

VEDOUCÍ PRÁCE
SUPERVISOR

Ing. MICHAL KARAS, Ph.D.

BRNO 2014

Tato verze diplomové práce je zkrácená (dle Směrnice děkana č. 2/2013). Neobsahuje identifikaci subjektu, u kterého byla diplomová práce zpracována (dále jen „dotčený subjekt“) a dále informace, které jsou dle rozhodnutí dotčeného subjektu jeho obchodním tajemstvím či utajovanými informacemi.

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Cygonková Lenka, Bc.

Účetnictví a finanční řízení podniku (6208T117)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

Návrh ocenění podniku

v anglickém jazyce:

Proposal of Valuation of the Firm

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Cíle práce, metody a postupy zpracování

Teoretická východiska práce

Analýza současného stavu

Vlastní návrhy řešení

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Seznam odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování podniku. 2. upravené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.

GRASSEOVÁ, M. a kol. Analýza podniku v rukou manažera. 1. vyd. Brno: Computer Press,a.s., 2010. 325 s. ISBN 978-80-251-2621-9.

KISLINGEROVÁ E. Oceňování podniku. 2. vyd. Praha, C.H.Beck, 2001. 365s. ISBN -80-7179-529-1.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku. 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.

SCHOLLEOVÁ, H. Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2008. 256 s. ISBN 978-80-247-2424-9.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Michal Karas, Ph.D.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2013/2014.

L.S.

prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.
Ředitel ústavu

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
Děkan fakulty

V Brně, dne 26.05.2014

Abstrakt

Diplomová práce se věnuje návrhu ocenění vybrané společnosti pomocí výnosové metody diskontovaného peněžního toku a ekonomické přidané hodnoty. Teoretická část práce popisuje metodiku postupu oceňování podniku. Praktická část práce obsahuje strategickou, finanční a SWOT analýzu podniku. Dále jsou aplikovány konkrétní oceňovací metody. Závěrem je uveden výrok o hodnotě společnosti.

Abstract

This master thesis deals with the proposal of a chosen company by using the income-based methods called Discounted Cash Flow and Economic Value Added. The theoretical part provides the description of the methodology of business valuation process. The practical part presents financial, strategic and SWOT analysis of the company. Furthermore particular valuation methods are applied. In conclusion statement of value is reported.

Klíčová slova

Diskontované cash flow, finanční analýza, finanční plán, průměrné vážené náklady kapitálu, strategická analýza, výnosová metoda.

Keywords

Discounted cash flow, financial analysis, financial plan, weighted average cost of capital, strategic analysis, income-based method

Bibliografická citace práce

CYGONKOVÁ, L. *Návrh ocenění podniku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2014. 170 s. Vedoucí bakalářské práce Ing. Michal Karas, PhD.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená bakalářská práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně.

Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušila autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 30. května 2014

.....

Poděkování

Vřelé poděkování patří Ing. Michalovi Karasovi, PhD. za cenné rady, doporučení a čas, který mi v průběhu tvorby mé diplomové práce věnoval. Rovněž děkuji finančnímu řediteli vybrané společnosti za poskytnuté informace a čas věnovaný konzultacím.

Ráda bych také poděkovala svým rodičům, za podporu, kterou mi v období mého studia na navazujícím magisterském oboru poskytli.

Obsah:

ÚVOD	13
1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE	16
1.1 Podnik jako předmět ocenění a druhy jeho hodnot	16
1.1.1 Definice pojmu podnik	16
1.1.2 Hodnota podniku.....	17
1.2 Kategorie hodnot podniku.....	17
1.2.2 Tržní hodnota.....	18
1.2.3 Subjektivní hodnota	18
1.2.4 Objektivizovaná hodnota	19
1.2.5 Komplexní přístup na základě Kolínské školy	19
1.3 Hladiny hodnoty podniku.....	20
1.4 Předpisy pro oceňování podniku	21
1.5 Metody oceňování podniku.....	23
1.6 Doporučený postup při oceňování	24
1.7 Strategická analýza.....	25
1.7.1 Postup strategické analýzy	26
1.8 Finanční analýza.....	28
1.8.1 Postup finanční analýzy	30
1.9 Vymezení provozně potřebných aktiv	37
1.9.1 Nejčastěji provozně nepotřebná aktiva	38
1.9.2 Provozně nutný investovaný kapitál	38
1.9.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření	39
1.10 Generátory hodnoty.....	40

1.10.2	Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty	44
1.11	Sestavení finančního plánu	45
1.12	Ocenění na základě analýzy výnosů	47
1.12.1	Metoda diskontovaného peněžního toku	48
1.12.2	Peněžní toky pro metodu DCF entity	49
1.12.3	Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu	51
1.12.4	Diskontní míra pro metody DCF	55
1.12.5	Průměrné vážené náklady kapitálu	56
1.12.6	Výhody a nevýhody metody DCF entity	60
1.12.7	Metoda ekonomické přidané hodnoty.....	61
1.12.8	EVA jako nástroj ocenění	61
2	HODNOCENÍ SOUČASNÉHO STAVU VYBRANÉ SPOLEČNOSTI	64
3	STRATEGICKÁ ANALÝZA	65
3.1	Analýza vnějšího potenciálu	65
3.1.1	Vývoj makroekonomických veličin a jejich prognóza	65
3.1.2	Vymezení relevantního trhu a jeho analýza.....	70
3.2	Analýza vnitřního potenciálu	74
3.2.1	Vývoj tržních podílů oceňované společnosti	74
3.2.2	Analýza konkurenční síly podniku	74
3.2.3	Analýza vnitřního potenciálu podniku.....	74
3.3	Prognóza trhu a tržeb oceňovaného podniku	74
4	FINANČNÍ ANALÝZA	75
4.2	Analýza absolutních ukazatelů.....	75
4.2.1	Analýza rozvahy	75

4.2.2	Analýza výkazu zisku a ztráty	76
4.2.3	Analýza CF	76
4.3	Analýza poměrových ukazatelů	76
4.3.1	Ukazatele rentability	76
4.3.2	Ukazatele aktivity	76
4.3.3	Ukazatele zadluženosti	76
4.3.4	Ukazatele likvidity	76
4.4	Čistý pracovní kapitál	76
4.5	Bonitní a bankrotní modely.....	76
4.5.1	Index IN05	76
4.5.2	Model Karas-Režňáková.....	77
4.6	SWOT analýza	77
5	ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	78
5.1	Vymezení provozně nutného majetku.....	78
5.2	Analýza a prognóza ziskové marže.....	78
5.3	Analýza a prognóza pracovního kapitálu.....	78
5.4	Analýza a prognóza investic do dlouhodobého majetku.....	78
5.5	Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu	78
5.6	Předběžné ocenění na základě generátorů hodnot	78
6	FINANČNÍ PLÁN.....	79
6.1	Plán výkazu zisku a ztráty	79
6.2	Plán peněžních toků	79
6.3	Plán rozvahy.....	79
6.4	Finanční analýza plánu.....	79
7	NÁVRH OCENĚNÍ.....	80
7.1	Výpočet diskontní míry.....	80

7.1.1	Náklady na cizí kapitál	80
7.1.2	Náklady na vlastní kapitál.....	80
7.1.3	Průměrné vážené náklady kapitálu	80
7.2	Ocenění metodou DCF entity.....	80
7.2.1	Volný peněžní tok do firmy (FCFF)	80
7.2.2	Současná hodnota druhé fáze.....	80
7.2.3	Výsledná hodnota vlastního kapitálu metodu DCF entity	81
7.3	Metoda ekonomické přidané hodnoty	81
7.3.1	Současná hodnota první fáze	81
7.3.2	Současná hodnota druhé fáze.....	81
7.3.3	Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle metody EVA.....	81
ZÁVĚR		82
SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ		84
SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK.....		88
SEZNAM TABULEK		89
SEZNAM SCHÉMAT A GRAFŮ		90
SEZNAM PŘÍLOH.....		91

ÚVOD

Pohled na výkonnost podniku založený na účetnictví, který odkazuje na zisk a celkové tržby, byl v posledních letech nahrazen jiným základním cílem podniku, a sice dlouhodobou maximalizací tržní hodnoty podniku, kdy je výkonnost měřena pomocí hodnoty vytvářené pro vlastníky pomocí ukazatelů EVA (Economic Value Added), CFROI (Cash Flow Return on Investment) či FCF (Free Cash Flow). Zájem investorů, vlastníků i dalších zájmových skupin, znát kromě účetní hodnoty i tržní hodnotu podniku se stále zvyšuje a tak i oceňování se stává stále aktuálnější problematikou.

Důvodů k ocenění je mnoho. Podnik je potřeba ocenit při fúzích, změnách právní formy, přeměnách či převzetí podniku, ale zejména při koupi a prodeji podniku. Proces oceňování je hlubokou komplexní analýzou prostředí, ve kterém se podnik nachází a podrobnou analýzou podniku samotného, tedy jeho vnitřního potenciálu. Díky rozsáhlé škále informací, které se při procesu ocenění podniku generují, může ocenění, kromě výše zmíněných situací, posloužit také jako podklad pro řízení činnosti podniku či strategická rozhodnutí managementu.

Předmětem ocenění v této práci je podnik XY a.s. Účelem ocenění tohoto podniku je stanovení jeho hodnoty pro blíže neurčeného investora.

Cíl práce, metody a postupy zpracování

Cílem práce je návrh ocenění společnosti XY a.s. (dále jen XY a.s.) ke dni 1. 1. 2013.

Dílčími cíly jsou:

- Provedení strategické analýzy podniku a určení výnosového potenciálu.
 - Určení a analýza relevantního trhu.
 - Analýza vnějšího prostředí podniku.
 - Vyhodnocení předchozích analýz ve formě SWOT analýzy.
- Provedení finanční analýzy.
 - Vertikální a horizontální analýza účetních výkazů.
 - Analýza poměrových ukazatelů a srovnání s konkurencí.
 - Analýza pomocí soustav ukazatelů (Index IN05, Model Karas-Režňáková).
- Sestavení finančního plánu.
 - Plánovaná rozvaha.
 - Plánovaný výkaz zisku a ztráty.
 - Plánovaný Cash Flow.
- Aplikace výnosových metod ocenění.
 - Metoda diskontovaných peněžních toků (varianta „entity“).
 - Metoda ekonomické přidané hodnoty.

Metody diplomové práce¹:

- *Analýza*, což je myšlenkové rozložení zkoumaného jevu na dílčí složky, které se stávají předmětem dalšího bádání. Pomocí této metody byla zpracována celá strategická analýza podniku.

¹ ŠIROKÝ J. a kol. Tvoříme a publikujeme odborné texty. s. 31-32.

- *Syntéza*, což je naopak myšlenkové spojení jednotlivých částí v celek. Pomocí této metody je pak vyhodnocena strategická a finanční analýza, jejichž výstupem je model SWOT analýzy.
- *Komparace* neboli stanovování shodných či rozdílných stránek různých předmětů, jevů, úkazů a ukazatelů. Srovnávání bylo použito ve finanční analýze.

Dalšími použitými metodami jsou²:

- *Historická metoda*, pomocí které se pozoruje původní nejstarší vývoj předmětu nebo jevu a zhodnocuje se vývojový proces. Pomocí této metody jsou vysvětlovány vývojové tendence a vyvozena ponaučení. Metoda je využita například ve sledování minulého vývoje makroekonomických veličin a jejich vlivu na parametry ocenění.
- *Logicko-systematická metoda*, při níž se vyjasňuje výchozí situace, znázorní se její základní prvky a k těmto poznatkům se připojují nová fakta, která se analyzují a vedou k dalším faktům. Těto metody bylo využito v rámci prognózy generátorů hodnoty.
- *Analyticko-syntetická metoda*, je kombinací analýzy a syntézy, zjišťuje funkce prvků jako jednotlivých objektů i v celku, pomáhá vypátrat vzájemné vztahy a působení podstatných částí. Tato metoda je aplikována v rámci fundamentální analýzy, kdy výstupem této analýzy je závěr o budoucí životaschopnosti podniku, což je při aplikaci výnosových metod stěžejní.

² GERŠLOVÁ J. *Vádemekum vědecké práce*. s. 26-27.

1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE

V této kapitole jsou formulována základní východiska, jejichž znalost je pro proces oceňování podniku nezbytná. Na samém začátku se jedná konkrétně o definici podniku a druhů jeho hodnot. Dále je potřeba definovat postup finanční a strategické analýzy a vysvětlit teoretické pojmy spjaté s výnosovými metodami. Závěrem je vysvětlena samotná problematika stanovení hodnoty podniku na základě diskontovaného cash flow a na základě metody ekonomické přidané hodnoty.

1.1 Podnik jako předmět ocenění a druhy jeho hodnot

1.1.1 Definice pojmu podnik

Výchozí definicí podniku v podmínkách České Republiky nalezneme v zákoně č. 513/1991 Sb., obchodním zákoníku (dále jen Obchodní zákoník) v § 5, odst. 1:

„Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“

Z obchodního zákoníku § 5, odst. 2 dále vyplývá, že „podnik je věc hromadná“.

Soubor takovýchto majetkových hodnot je podnikem tehdy, plní-li svůj základní účel, a sice dosahovat pomocí tohoto majetku zisku. Tato skutečnost je základní prioritou při použití výnosových metod při oceňování podniku.

Od 1. 1. 2014 se však platnost Obchodního zákoníku ruší a v platnost vstupuje nový zákon č. 90/2012 Sb., zákon o obchodních korporacích, který již definici podniku neobsahuje. Je nutno se obrátit na zákon č. 89/2012 Sb. nový občanský zákoník (dále jen Nový občanský zákoník), platný také od 1. 1. 2014. Tento zákon namísto dosavadního pojmu podnik přináší nový pojem **obchodní závod**, který definuje v §502:

„Obchodní závod (dále jen „závod“) je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“

I Nový občanský zákoník tedy počítá s konceptem podniku jako věci hromadné³.

1.1.2 Hodnota podniku

Účelem oceňování podniku je stanovení jeho hodnoty, podnik tedy vidíme jako zboží, které je určeno ke směně. Tato směnná hodnota by měla být výsledkem střetu nabídek kupujících a prodávajících, to znamená být tržní hodnotou. V případě podniku však tato podmínka není většinou splněna, protože neexistuje trh, na kterém by byla tržní cena kontinuálně vytvářena poptávkou a nabídkou a nastupuje proto uplatnění nejrůznějších modelů, jejichž účelem je odhadnout hodnotu podniku. V kupní ceně by navíc měly být vyjádřeny budoucí užitky plynoucí s vlastnictvím podniku. Z tohoto faktu plyne, že hodnota podniku je pojem relativní, který se mění v závislosti na čase a vývoji budoucích užitků. Hodnotu podniku můžeme vyjádřit pouze k určitému časovému okamžiku na základě znalosti účelu, pro který bylo ocenění prováděno.⁴

V praxi je tato hodnota podniku, která je dána očekávanými budoucími příjmy (budoucím užitekem), převedena na jejich současnou hodnotu pomocí diskontování.

1.2 Kategorie hodnot podniku

Dle Maříka⁵ lze přístupy ke stanovení hodnoty podniku členit do 4 kategorií:

1. tržní hodnota podniku,
2. subjektivní hodnota (investiční hodnota) podniku,
3. objektivizovaná hodnota podniku,
4. komplexní přístup na základě kolínské školy.

³ ČECH, Petr. *Pojem a druhy věcí v novém občanském zákoníku* [online].

⁴ KISLINGEROVÁ E. *Oceňování podniku*. s. 10.

⁵ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 22.

Definice některých pojmů nalezneme v dokumentu International Valuation Standards (dále jen IVS) vytvořeném nevládní organizací The International Valuation Standards Committee (IVSC).⁶

1.2.2 Tržní hodnota

Tržní hodnota⁷ (angl. *market value*) je odhadnutá hodnota, za kterou by měl být majetek směněn v den ocenění mezi kupujícím ochotným ke koupi a prodávajícím ochotným k prodeji, a to po náležitém marketingu, kde obě strany jednají informovaně, rozumně a bez nátlaku. Definice IVS mimo jiné obsahuje výrok „in an arm's length transaction...“, který se v anglicky mluvících zemích běžně využívá k vyjádření transakce, při které kupující a prodávající jednají samostatně, nezávisle na sobě a ve svém vlastním zájmu.

Koncept tržní hodnoty předpokládá cenu, jež je dohodnuta na otevřeném konkurenceschopném trhu, na kterém všichni účastníci jednají svobodně. Koncept tržní hodnoty majetku určuje nejvyšší a nejlepší využití, které maximalizuje produktivitu a které je fyzicky možné, právně přípustné a finančně proveditelné.⁸

1.2.3 Subjektivní hodnota

Investiční hodnota⁹ (angl. *investment value*) je hodnota majetku pro vlastníka nebo potencionálního vlastníka pro individuální investici či operační investiční cíle.

Přesto, že tato hodnota pro vlastníka se může rovnat tržní hodnotě, základ investiční hodnoty odráží hodnotu užitku, který plyne z držení majetku, a proto nemusí nutně zahrnovat hypotetickou směnu. Tato hodnota je často využívána pro měření investiční výkonnosti. Rozdíly mezi investiční hodnotou majetku a jeho tržní hodnotou poskytují motivaci kupujícím či prodávajícím vstoupit na trh.

Základní charakteristiky investiční hodnoty dle Maříka pak jsou následující:

⁶ Tento dokument byl poprvé vytvořen v roce 2001 a je pravidelně aktualizován dle měnících se trendů. Jeho aktuální verze z roku 2011 je k dostání online na stránkách této organizace (www.ivsc.org).

⁷ International Valuation Standards. s 12.

⁸ Tamtéž. s. 20.

⁹ Tamtéž. s. 23.

1. Budoucí peněžní toky jsou odhadovány skoro vždy na základě určitých představ manažerů oceňovaného podniku (případně jsou upraveny, obvykle směrem dolů). To znamená, že reprezentují zejména představu managementu, případně investora.
2. Diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investic, které má oceňovaný subjekt k dispozici.

1.2.4 Objektivizovaná hodnota

Před lety se odborníci v německy mluvících zemích shodli, že objektivní hodnota v podstatě neexistuje, že není objektivní vlastností podniku. Tito odhadci začali používat pojem „objektivizovaná hodnota“, jehož definici nalezneme v německých oceňovacích standardech IDW S 1¹⁰:

Objektivizovaná hodnota (něm. *der objektivierte Unternehmenswert*) představuje typizovanou, ale jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu vlastníka (či skupiny vlastníků), podléhající daním neomezeně, zatímco tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podniku bude pokračovat v nezměněném konceptu, za využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.

1.2.5 Komplexní přístup na základě Kolínské školy

V evropských zemích se často poukazuje na skutečnost, že je obecně problematické hovořit o tržní hodnotě podniku, protože trh s podniky má v evropských podmínkách stále mnoho omezení (rozsah transakcí s obdobnými podniky není příliš velký, trhu chybí transparentnost, aj.). Za reálné východisko pro ocenění je proto považováno subjektivní ocenění a právě na takovémto subjektivním postoji je založena tzv. *Kolínská škola*¹¹. Ta zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, nýbrž v závislosti na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Těchto funkcí pak Kolínská škola rozeznává několik, mezi ty základní patří funkce

¹⁰ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 27.

¹¹ Tamtéž. s. 31-32.

poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová. Těmto funkcím pak odpovídají i odlišné kategorie hodnoty.

Při funkci **daňové** je cílem poskytnout podklady pro daňové účely. Při funkci **komunikační** jde pak o poskytnutí podkladu pro komunikaci s veřejností (zejména investory či bankami).

Za nejdůležitější považujeme funkci **poradenskou**. Smyslem této funkce je poskytnout kupním stranám informace o:

- maximální ceně, kterou ještě může zaplatit kupující, aniž by na transakci prodělal (tzv. *hraniční hodnota kupujícího*),
- minimální ceně, kterou ještě může prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal (tzv. *hraniční hodnota prodávajícího*).

Tyto *hraniční hodnoty* vymezují prostor pro vlastní cenové jednání.

Po této funkci nastupuje funkce **rozhodčí**, kde se již jedná o výkon funkce nezávislého oceňovatele, který by měl odhadnout hraniční hodnoty účastníků transakce a nalézt spravedlivou hodnotu v rámci daného rozpětí. Při funkci **argumentační** hledá oceňovatel argumenty, které mají zlepšit pozici dané strany a které slouží jako podklad pro jednání.

1.3 Hladiny hodnoty podniku

Obecně můžeme pak podnik oceňovat na dvou hladinách¹²:

1. **Hodnota brutto** – hodnota podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky (entity), která zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele.

Definici brutto hodnoty obsahoval obchodní zákoník, kde byla pod pojmem obchodní majetek v § 6, odst. 1 označena takto:

„Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání.

¹² MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 16-17.

Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.“

2. **Hodnota netto** – hodnota ocenění na úrovni vlastníků podniku, v zásadě se tedy jedná o ocenění vlastního kapitálu (pojetí vlastního kapitálu však zde nemusí souhlasit s jeho účetním pojetím).

Definici netto hodnoty obsahoval také obchodní zákoník, který v § 6, odst. 3, vymezoval čistý obchodní majetek takto:

„Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.“

Nový obchodní zákoník již tyto definice nenabízí. Pouze Nový občanský zákoník v § 495 definuje, co se rozumí pod pojmem majetek:

„Souhrn všeho, co osobě patří, tvoří její majetek. Jméno osoby tvoří souhrn jejího majetku a jejích dluhů.“

1.4 Předpisy pro oceňování podniku¹³

V České republice v současné době neexistuje žádný zákon či předpis, který by byl při oceňování podniku obecně závazný. Alespoň dílčím způsobem se však určité předpisy uplatňují:

1. České předpisy

- Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR (dále jen MFČR)

Tento zákon je závazný pouze při oceňování v rámci zákona o konkurzu a vyrovnání, zákona o soudních poplatcích, zákona o správních poplatcích,

¹³ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 16-17.

zákona o dani z příjmů, zákona o dani z přidané hodnoty, zákona o dani dědické, dani darovací a dani z převodu nemovitostí.¹⁴

- Metodický pokyn České národní banky

Tento pokyn je určen speciálně pro oceňovatele podniků, ale pouze pro znalecké posudky, které jsou předkládány České národní bance (dále jen ČNB)¹⁵. Jedná se především o ocenění, která mají prokázat přiměřenost ceny akcií při povinných nabídkách na odkoupení minoritních podílů, při squeeze-outs apod.

2. Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy:

- Mezinárodní oceňovací standardy (IVS)
- Evropské oceňovací standardy (*European Valuation Standards* – EVS)

Tyto zásady obsahují především definice hodnoty a určité rámcové zásady, které by měly být při oceňování respektovány (mezinárodně uznávaná nezávazná doporučení).

3. Národní standardy některých zemí

- Americké oceňovací standardy (*Uniform Standards of Professional Appraisers* - US PAP)
- Německý standard IDW S1 vydávaný institutem německých auditorů (*Institut der Wirtschaftsprüfer* – IDW)

Výhodou tohoto standardu je skutečnost, že je jako jediný z výše uvedených určen speciálně pro potřeby podniků. Je tak zdrojem inspirativních pohledů, které ve světových standardech zatím zastoupeny nejsou.

¹⁴Od 1. 1. 2014 místo v rámci zákona o dani dědické, dani darovací a dani z převodu nemovitostí v rámci nového občanského zákoníku.

¹⁵ Jedná se o metodický pokyn ZNAL 200408206, který dříve vydala Komise pro cenné papíry. Tento pokyn je dostupný na webových stránkách ČNB.

1.5 Metody oceňování podniku

Mařík přehledně rozlišuje tyto základní druhy oceňovacích metod¹⁶:

1. **Výnosové metody** (ocenění na základě analýzy výnosů)
 - Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
 - Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
 - Kombinované (korigované) výnosové metody
 - Metoda ekonomické přidané hodnoty
2. **Tržní metody** (ocenění na základě analýzy trhu)
 - Ocenění na základě tržní kapitalizace
 - Ocenění na základě srovnatelných podniků
 - Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
 - Ocenění na základě srovnatelných transakcí
 - Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů
3. **Majetkové metody** (ocenění na základě analýzy majetku)
 - Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
 - Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
 - Substanční hodnota na principu úspory nákladů
 - Likvidační hodnota
 - Majetkové ocenění na principu tržních hodnot

Jedním ze základních předpokladů správného ocenění podniku je vzít v úvahu především **účel**, pro který je podnik oceňován. Ten sám o sobě při volbě metody již mnohé napoví (s ohledem na princip na jakém je metoda založena).

¹⁶ MAŘÍK M a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 37.

Druhým velice významným aspektem je, s *jakými informacemi* odhadce pracuje a do jaké míry dokáže správně analyzovat a provést následnou syntézu dat, tak aby použil správné vstupní parametry do jednotlivých modelů, které povedou k co nejreálnějšímu propočtu.

Kislingerová dále poukazuje na skutečnost, že neexistuje „správná“ metoda. Odhadce volí metodu ve vazbě na již zmíněný cíl ocenění a zpravidla zohledňuje i charakter aktiv, kterými podnik disponuje. Členění metod Kislingerové se liší a lze jej najít v knize *Oceňování podniku*, 2001^o na straně 23.¹⁷

1.6 Doporučený postup při oceňování

K hodnocení je přistupováno způsobem „**going concern**“ a „**stand alone basis**“, tj. ocenění podniku tak, jak je, jak „stojí a běží“. Výchozím předpokladem je, že podnik i nadále bude mít shodný předmět činnosti a bude pokračovat ve své činnosti. Při návrhu ocenění lze přistupovat i způsobem, který je založený na **změně strategického hlediska**, kdy se předpokládá, že nový vlastník přinese i změnu ve využívání majetku. Tento přístup je však používán zejména při spojování a fúzích podniku a pro účely této diplomové práce není aktuální.¹⁸

Protože se tato diplomová práce věnuje ocenění hodnoty podniku na základě výnosových metod, je dobré si objasnit co přesně přístup „going concern“ znamená. Dle Damodarana¹⁹ tento přístup znamená, že se předpokládá, že oceňovaný podnik má pokračující činnost a neexistuje žádná hrozba, která by tuto činnost mohla ohrozit. Zejména u metody diskontovaných peněžních toků, která je v předmětu ocenění, tento předpoklad nachází své místo zejména ve výpočtu pokračující hodnoty, která je obvykle založena na nekonečném působení podniku a stále rostoucím peněžním toku. Pokud by existovala pravděpodobnost, že firma v blízké budoucnosti nepřežije, tradiční oceňovací modely by mohly vést k přehnaně optimistické odhadu hodnoty.

Hodnota aktiv v rámci diskontovaných peněžních toků je vlastně současná hodnota budoucích peněžních toků na tyto aktiva. Argumentace, že hodnota podniku je součet

¹⁷ KISLINGEROVÁ E. *Oceňování podniku*. s. 21-22.

¹⁸ Tamtéž. s. 11-12.

¹⁹ DAMODARAN A. *Valuing Firms in Distress* [online].

hodnot jednotlivých aktiv podniku, sice může být technicky správná, je však zásadní rozdíl v úhlu pohledu oceňování a podnikání. Při procesu oceňování nahlížíme na podnik jako na celek, který již nějaká aktiva vlastní a který očekává, že **nějaká další aktiva vlastnit bude** (očekává investice do budoucna). Nejedná se tedy o prosté ocenění kolekce majetku podniku. Dle Damodarana, i když se to může zdát riskantní, u růstových podniků velká část jejich tržního ocenění pochází právě z růstu jejich aktiv. Zvláštním případem kdy majetek oceňujeme na základě hodnoty jednotlivých aktiv je oceňování **likvidační hodnoty** podniku, kde se předpokládá, že budou jednotlivá aktiva prodána v době ocenění. Teoreticky by mělo být toto ocenění rovno hodnotě získané z diskontovaných peněžních toků (nepředpokládá se pokračování v činnosti podniku), ale naléhavost spojená s rychlou likvidací majetku může tuto hodnotu snižovat. Zde vidíme jak důležitý je účel pro výběr metody oceňování.

Mařík pak doporučuje následující postup²⁰:

1. Zpracování strategické a finanční analýzy podniku pro posouzení jeho celkového stavu, jeho postavení na trhu, konkurenční síly a zejména schopnosti dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu.
2. Teprve až na základě předchozí analýzy se zvolí vhodná metoda ocenění.

1.7 Strategická analýza

Existuje více způsobů chápání pojmu strategická analýza a jejího účelu. V literatuře se lze setkat třeba s následující definicí:

*„Cílem strategické analýzy je identifikovat, analyzovat a ohodnotit všechny relativní faktory, o nichž lze předpokládat, že budou mít vliv na konečnou volbu cílů a strategie podniku. Velmi důležité je posoudit vzájemné vztahy a souvislosti, které mezi faktory existují.“*²¹

Strategická analýza má pomoci managementu připravit se na všechny situace, které s určitou pravděpodobností mohou v budoucnu nastat.

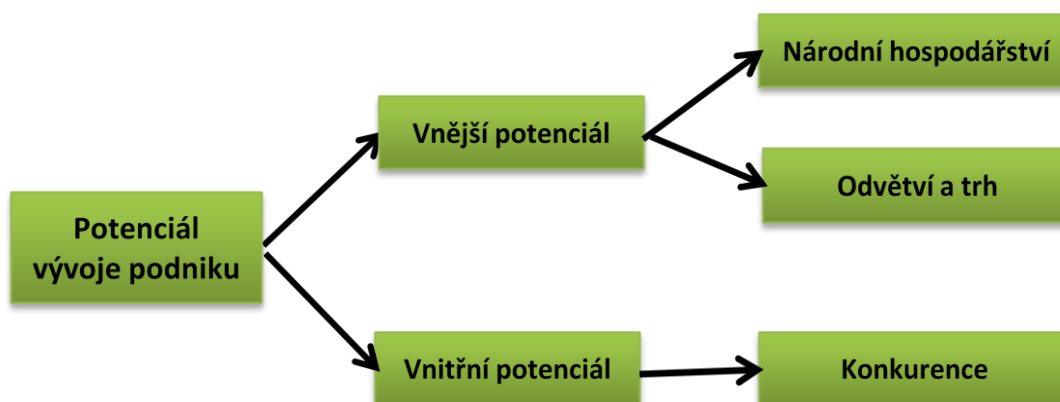
²⁰ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování majetku*. s. 36.

²¹ SEDLÁČKOVÁ, H; BUCHTA, K.. *Strategická analýza*. str. 10

Pro účely oceňování se však vhodnější vycházet z pojetí strategické analýzy Maříkem²². Její hlavní funkcí je vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku. Strategická analýza je tak klíčovou fází oceňovacího procesu.

Výnosový potenciál podniku je závislý na potenciálu vnějším a vnitřním. Vnější potenciál, kterým podnik disponuje, lze souhrnně kvalitativně vyjádřit šancemi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí, tedy odvětví, ve kterém se podnik pohybuje. Vnitřní potenciál je schopnost podniku využít šance vnitřního prostředí a čelit jeho rizikům. Vyjádřením vnitřního potenciálu je souhrn silných a slabých stránek podniku, s důrazem na otázku konkurenčního postavení podniku.

Schéma č. 1: Analýza potenciálu vývoje podniku



Upraveno dle: MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 56.

1.7.1 Postup strategické analýzy

Pro vypracování strategické analýzy byl použit postup Maříka, který se sestává z následujících kroků²³:

1. Analýza vnějšího potenciálu
2. Analýza vnitřního potenciálu

²² MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 56.

²³ Tamtéž. s. 58.

3. Prognóza tržeb oceňovaného podniku

Analýza vnějšího potenciálu²⁴

Výchozím krokem strategické analýzy je vymezení relevantního trhu, na kterém oceňovaný podnik působí. Jednoznačně vymezený relevantní trh by měl umožnit získat základní data o tomto trhu a posoudit jeho atraktivitu tak, aby bylo možné následně zpracovat prognózu dalšího vývoje tohoto trhu.

Analýzou trhu se tedy rozumí odhad jeho velikosti a jeho vývoje v čase. Po tomto vymezení by měl oceňovatel přistoupit k podrobnějšímu kvalitativnímu hodnocení vymezeného trhu (hodnocení šancí a rizik).

Na tato hodnocení by pak měla navázat prognóza vývoje trhu jako celku. Aby bylo možné prognózu trhu použít jako základ tržního ocenění, je nezbytné, aby byla nalezena alespoň určitá souvislost prognózy relevantního trhu s prognózou národohospodářských ukazatelů (hrubý domácí produkt, inflace, aj.).

Analýza vnitřního potenciálu

Analýza konkurence a vnitřní síly oceňovaného podniku si klade za cíl odhadnout vývoj tržních podílů oceňovaného podniku do budoucnosti. Nejprve se stanoví dosavadní tržní podíly oceňovaného podniku v minulosti, identifikují se konkurenti, zhodnotí vnitřní potenciál podniku a na základě těchto výsledků se prognózují tržní podíly do budoucích let.

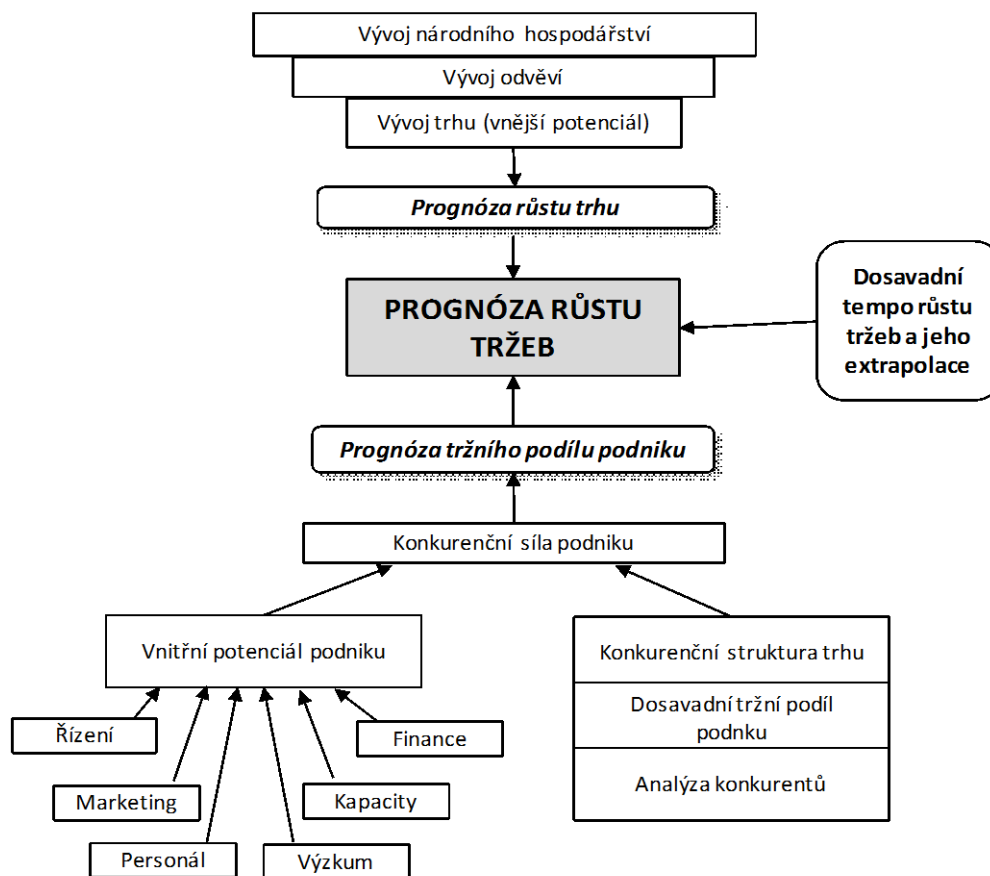
Prognóza tržeb oceňovaného podniku

Tento krok je výsledkem předchozích dvou kroků – analýzy a prognózy relevantního trhu a analýzy a prognózy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku.

Následující schéma č. 2 znázorňuje postup odvození prognózy tržeb a faktory, které jej ovlivňují.

²⁴ MARÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 59, 63 a 68.

Schéma č. 2: Odvození prognózy tržeb



Upraveno dle: MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 94.

1.8 Finanční analýza

Finanční analýza podniku je pojímána jako metoda hodnocení finančního hospodaření podniku, při které se získaná data třídí, agregují, poměřují mezi sebou navzájem, kvantifikují se vztahy mezi nimi, hledají kauzální souvislosti mezi daty a určuje se jejich vývoj. Tím se zvyšuje vypovídací schopnost zpracovávaných dat, zvyšuje se jejich informační hodnota. Finanční analýza je zaměřena na identifikaci problémů, silných a slabých stránek podniku. Informace získané pomocí finanční analýzy umožňují dospět

k určitým závěrům o celkovém hospodaření a finanční situaci podniku, představují podklad pro rozhodování managementu podniku.²⁵

Cílem finanční analýzy podniku pak zpravidla je:

- Posouzení vlivu vnitřního i vnějšího prostředí podniku,
- analýza dosavadního vývoje podniku,
- komparace výsledků analýzy v prostoru,
- analýza vztahů mezi ukazateli (pyramidální rozklady)
- poskytnutí informací pro rozhodování do budoucnosti,
- analýza variant budoucího vývoje a výběr nejvhodnější varianty,
- interpretace výsledků včetně návrhů ve finančním plánování a řízení podniku.²⁶

Protože finanční analýza dnes patří k nejdůležitějším nástrojům finančního řízení, ani ocenění podniku se bez ní neobejde. V rámci oceňování podniku by měla být provedena seriózní finanční analýza, která by měla dle Maříka plnit 2 základní funkce:

1. **prověřit finanční zdraví podniku** (zjistit jaká tedy je finanční situace k datu ocenění, jaký byl její vývoj v minulosti a jaký vývoj lze očekávat v budoucnu),
2. vytvořit **základ pro finanční plán** (vytěžit z minulého vývoje co nejvíce poznatků pro plánování budoucích finančních veličin).

Je potřeba si uvědomit, že ukazatele mají sami o sobě malou vypovídací schopnost a záleží na interpretaci jejich výsledků. Oceňovatel tedy musí z finanční analýzy vyvodit závěry, které se promítnou v ocenění. Oceňovatel by měl z finančního hlediska doplnit předběžný výrok o perspektivnosti podniku, který již částečně vyplynul ze strategické analýzy a doplnit podklady pro stanovení rizika podniku, pokud ve finančním hospodaření najde nějaké výrazné nedostatky nebo naopak přednosti.²⁷

²⁵ SEDLÁČEK J. *Finanční analýza podniku*. s. 3.

²⁶ Tamtéž. s. 4.

²⁷ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 96.

1.8.1 Postup finanční analýzy

1. Prověření úplnosti a správnosti vstupních údajů²⁸

Není-li možné, aby oceňovatel alespoň orientačně prověřil stav účetnictví sám, ve většině případů se spoléhá na závěry auditora. Údaje v účetnictví podniku by měla být úplná a průkazná.

2. Analýza základních účetních výkazů

Mezi základní účetní výkazy řadíme rozvahu, výkaz zisku a ztrát, případně cash flow. U jednotlivých položek sledujeme jejich:

- **strukturu** (posuzování podílů jednotlivých komponentů na bilančních sumách – vertikální analýza),
- **změnu** (posuzování změn v čase v absolutních hodnotách či v procentním vyjádření – horizontální analýza).

3. Analýza poměrových ukazatelů

I přes svoji omezenou schopnost vysvětlovat jevy, poměrové ukazatele jsou nejoblíbenější a také nejrozšířenější metodou finanční analýzy neboť umožňují získat rychlý a nenákladný obraz o základních finančních charakteristikách podniku. Tyto ukazatele charakterizují vztah mezi dvěma nebo více absolutními ukazateli pomocí jejich podílu. Podle oblasti finanční analýzy se poměrové ukazatele obvykle člení na ukazatele²⁹:

- rentability,
- aktivity,
- zadluženosti,
- likvidity,
- tržní hodnoty,
- provozní (výrobní),
- na bázi finančních fondů a cash flow.

²⁸ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 97.

²⁹ SEDLÁČEK J. *Finanční analýza podniku*. s. 55-56.

Mařík využívá uspořádání finančních ukazatelů upraveného pro účely oceňování. Vychází přitom z představy o logickém uspořádání základních cílů podniku v závislosti na bezprostřední situaci a s tím spojené naléhavosti, se kterou se snažíme dosáhnout určitého cíle.³⁰

Ukazatele likvidity

V první řadě vlastníky podniku zajímá jeho přežití v bezprostřední budoucnosti. Hledáme, proto odpověď na otázku, umožňuje-li finanční situace podniku jeho bezprostřední přežití a to pomocí ukazatelů krátkodobé likvidity, které charakterizují schopnost podniku dostát svým závazkům v perspektivě jednoho roku.

Tabulka č. 1: Přehled nejpoužívanějších ukazatelů likvidity

Běžná likvidita	=	$\frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}}$
Pohotová likvidita	=	$\frac{\text{Oběžná aktiva - zásoby}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}}$
Okamžitá likvidita	=	$\frac{\text{Peněžní prostředky}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}}$

Běžná likvidita ukazuje, kolikrát pokrývají běžná aktiva krátkodobé závazky. Tato likvidita je citlivá na strukturu zásob a jejich správné oceňování vzhledem k jejich prodejnosti a na strukturu pohledávek vzhledem k jejich neplacení ve lhůtě. U zásob může trvat dlouho, než se přemění ve finanční prostředky a proto se podnik s nevhodnou strukturou oběžných aktiv (s nadměrnými zásobami, nedobytnými pohledávkami apod.) může snadno ocitnout ve finanční tísní. Dle literatury je postačující hodnota 1,5³¹ Ukazatel **pohotové likvidity** odstraňuje nevýhody předchozího ukazatele. Z oběžných aktiv vylučuje zásoby a ponechává v čitateli jen peněžní prostředky, krátkodobé cenné papíry a krátkodobé pohledávky. **Okamžitá likvidita** pak měří schopnost podniku hradit právě splatné dluhy. Do

³⁰ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s.102.

³¹ SEDLÁČEK J. *Finanční analýza podniku*. s. 67.

čitatele se zde dosazují jen peněžní prostředky a jejich ekvivalenty (šeky, splatné pohledávky, aj.). Dle literatury je likvidita zajištěna při hodnotě ukazatele alespoň 0,2.³²

Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy

Dále je vhodné odpovědět na otázku, jak bude vypadat schopnost podniku hradit dlouhodobé závazky. Odpověď můžeme najít pomocí některých ukazatelů zadluženosti a finanční rovnováhy.

Tabulka č. 2: Přehled nejpoužívanějších ukazatelů zadluženosti a finanční rovnováhy

Doba splácení dluhu	=	$\frac{\text{Krátkodobé a dlouhodobé závazky} - \text{Finanční majetek}}{\text{Bilanční cash flow}}$
Úrokové krytí	=	$\frac{\text{Výsledek hospodaření před zdaněním a nákladovými úroky}}{\text{Úroky}}$
Celková zadluženost	=	$\frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Celková aktiva}}$

Ukazatel ***doba splácení dluhu*** říká, za jak dlouho je podnik schopen uhradit své závazky. Při výpočtech poměrových ukazatelů se používá tzv. potencionálního cash flow. Jedná se o nejjednodušší formu výpočtu cash flow³³.

$$CF = \text{zisk} + \text{odpisy}$$

O tom kolikrát zisk převyšuje placené úroky, informuje ukazatel ***úrokového krytí***. Pokud je tedy ukazatel například roven 1, znamená to, že na zaplacení úroků je potřeba celého zisku. Ukazatel ***celkové zadluženosti*** je podílem cizího kapitálu k celkovým aktivům. Pokud je ukazatel vyšší než oborový průměr, znamená to vyšší riziko pro věřitele podniku.³⁴

Ukazatele výnosnosti

V další řadě je předmětem zájmu oceňovatele také výnosnost podniku, tedy poměření zisku s výší zdrojů, jichž bylo k vytvoření takového zisku použito. Je třeba mít na paměti, že

³² SEDLÁČEK J. *Finanční analýza podniku*. s. 66-67.

³³ Potencialni CF = zisk (HV po zdanění) + odpisy.

³⁴ SEDLÁČEK J. *Finanční analýza podniku*. s. 63-64.

mezi rentabilitou a likviditou existuje dlouhodobě silná vazba. Výnosnost v sobě odráží vliv likvidity, ale také řízení aktiv a dluhů.

Tabulka č. 3: Přehled nejpoužívanějších ukazatelů výnosnosti

Rentabilita celkového kapitálu (ROA)	=	$\frac{\text{Výsledek hospodaření před zdaněním a nákladovými úroky}}{\text{Celková aktiva}}$	
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	=	$\frac{\text{Výsledek hospodaření po dani}}{\text{Vlastní kapitál}}$	
Rentabilita tržeb (ROS)	=	$\frac{\text{Výsledek hospodaření po d.}}{\text{Tržby}}$	= Zisková marže

Ukazatel **ROA** poměřuje zisk s celkovými investovanými aktivy bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financována. Je užitečné v čitateli dosadit výsledek hospodaření před zdaněním a nákladovými úroky (též EBIT). Takto vypočtené **ROA** se totiž může použít při porovnávání podniků s rozdílnými daňovými podmínkami a různým podílem dluhu ve finančních zdrojích. Ukazatel ROE měří míru ziskovosti vlastního kapitálu. Zejména pro investora je důležité, aby byl tento ukazatel vyšší než úroky, které by obdržel při alternativní formě investování. Ukazatel **ROS** vypočtený jako podíl zisku na tržbách jednoduše říká, kolik zisku nám přinese 1 Kč tržeb.³⁵

Ukazatele aktivity

V neposlední řadě by oceňovatel měl odpovědět na otázku, jakým způsobem podnik hospodaří s aktivy či jednotlivými složky aktiv a jaký to má vliv na likviditu a výnosnost podniku. Pro tento účel můžeme použít ukazatele aktivity. Pokud jsou ve vzorci použity tržby, jedná se o tržby celkové, tj. za vlastní výrobky a služby i za prodej zboží.

³⁵ SEDLÁČEK J. *Finanční analýza podniku*. s. 57-59.

Tabulka č. 4: Přehled nejpoužívanějších ukazatelů aktivity

Vázanost celkových aktiv	=	$\frac{\text{Celková aktiva}}{\text{Tržby}}$
Obrat stálých aktiv	=	$\frac{\text{Tržby}}{\text{Stálá aktiva}}$
Doba obratu zásob	=	$\frac{\text{Zásoby}}{\text{Průměrné denní tržby}}$
Doba obratu pohledávek	=	$\frac{\text{Pohledávky z obchodního styku}}{\text{Průměrné denní tržby}}$
Doba obratu závazků	=	$\frac{\text{Závazky z obchodního styku}}{\text{Průměrné denní tržby}}$

Ukazatel ***vázanosti celkových aktiv*** podává informaci o výkonnosti, s níž podnik využívá svá aktiva k dosažení tržeb. Čím je ukazatel nižší, tím lépe. Znamená to, že podnik expanduje, aniž musí zvyšovat finanční zdroje. Ukazatel ***obratu stálých aktiv*** nám říká, kolikrát se obrátí hodnota stálých aktiv v tržbách. Má význam při rozhodování o dalších investicích do stálých aktiv. Nižší hodnota ukazatele než je průměr oboru, je signálem pro výrobu vyšší využití výrobních kapacit a pro omezení investic podniku. ***Obrat zásob*** zase definuje kolikrát je v průběhu roku položka zásob podniku prodána a znovu uskladněna. Při hodnocení hodnoty tohoto ukazatele je však potřeba mít na paměti, že tržby odrážejí tržní hodnotu prodaných zásob, zatímco zásoby se uvádějí v pořizovacích cenách, a proto bývá tento ukazatel často nadhodnocen. Výsledkem ukazatele ***doby obratu pohledávek*** je počet dnů, během nichž je inkaso peněz za tržby zadrženo v pohledávkách. Užitečné je srovnat tento ukazatel s běžnou platební podmínkou, za které podnik fakturuje své zboží. Je-li delší než běžná doba splatnosti, znamená to, že odběratelé neplatí své závazky vůči podniku včas. Poslední ukazatel ***doba obratu závazků*** naopak říká, jaká je platební morálka podniku samotného – jak dlouho firma odkládá platbu faktur svým dodavatelům.³⁶

³⁶ SEDLÁČEK J. Finanční analýza podniku. s. 61-63.

Čistý pracovní kapitál (ČPK)³⁷

Jedná se o relativně volný kapitál, který je využíván k zajištění hladkého průběhu hospodářské činnosti. Ukazatel čistého³⁸ pracovního kapitálu se vypočte jako ***rozdíl mezi celkovými oběžnými aktivy a celkovými krátkodobými dluhy***. Tento rozdíl má významný vliv na platební schopnosti podniku. Přebytek krátkodobých aktiv nad krátkodobými dluhy opravňuje k úsudku, že podnik má dobré finanční zázemí, a že je likvidní. ČPK představuje finanční polštář, který podniku umožní pokračovat ve svých aktivitách i v případě, že by ho potkala nějaká nepříznivá událost, jež by vyžadovala vysoký výdaj peněžních prostředků.

4. Zpracování souhrnného zhodnocení dosažených poznatků³⁹

Závěr finanční analýzy pro potřeby ocenění by měl být jednoznačný a měl by zcela odpovědět na otázku, zda je podnik finančně zdravý a zda lze (či nelze) počítat s jeho dlouholetou existencí. Tato skutečnost má zásadní vliv na výběr metody oceňování. Pokud vyhlídky na další existenci podniku nejsou dobré, mělo by se ocenění podniku zúžit na zjištění likvidační hodnoty. V případě slušných vyhlídek na další rozvoj je splněna důležitá podmínka pro využití výnosových metod.

Konečný verdikt je pak vyvozován jednou ze dvou možností:

1. Finanční analytik vynese konečný soud na **základě své zkušenosti a intuice**.
2. Použije se vhodně **zvolený algoritmus** a závěr se **podepře číselným výsledkem**.

Konkrétních variant pro druhou možnost je pak spousta. Můžeme použít Kralickův rychlý test, Altmanovu formuli bankrotu, Indexy finanční důvěryhodnosti IN, a další. Většinou se jedná o modely založené na sledování statistických dat z ekonomické praxe a jejich vyhodnocení podle metody lineární diskriminační analýzy.

³⁷ SEDLÁČEK J. *Finanční analýza podniku*. s. 35-36.

³⁸ Čistý znamená, že kapitál je očištěn z finančního hlediska od povinnosti brzkého splácení krátkodobého cizího kapitálu, tedy od té části oběžných aktiv, kterou lze použít jinak než právě k úhradě splatných krátkodobých závazků.

³⁹ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 109.

Index IN05

Inka a Ivan Neumaierovi sestavili čtyři indexy, které umožňují posoudit finanční výkonnost a důvěryhodnost českých podniků. Index IN05 je posledním v řadě indexů a je aktualizací indexu IN01 vzniklého podle testů na datech průmyslových podniků. Tento index propojuje jak pohled věřitel, tak i pohled vlastníka (je tedy spojením bonitního a bankrotního indexu).⁴⁰

$$IN05 = 0,13 \times A + 0,04 \times B + 3,97 \times C + 0,21 \times D + 0,09 \times E$$

kde:

- A = aktiva / cizí kapitál
- B = EBIT/nákladové úroky
- C = EBIT/celková aktiva
- D = celkové výnosy/celková aktiva
- E = oběžná aktiva/krátkodobé závazky a úvěry

Tabulka č. 5: Interpretace výsledných hodnot

IN05 > 1,6	můžeme předpovídat uspokojivou finanční situaci
0,9 < IN05 ≤ 1,6	"šedá zóna" nevyhraněných výsledků
IN05 ≤ 0,9	firma je ohrožena vážnými finančními problémy

Zdroj: NEUMAIER, I., NEUMAIEROVÁ, I. *Index IN 05*. s. 145.

Když se podnik dostane pod dolní hranici indexu, lze o něm říci, že z 97% spěje k bankrotu a ze 76% nebude tvořit hodnotu. Podnik v šedé zóně má prakticky 50% pravděpodobnost bankrotu a ze 70% bude tvořit hodnotu. Podniky nad horní hranicí budou mít 92% pravděpodobnost, že nebankrotují a 95% pravděpodobnost tvorby hodnoty. Aby se předešlo problémům s použitím indexu, které může vyvolat ukazatel EBIT/U v případě úroků blížících se k nule, v praxi se osvědčilo v takovýchto případech omezit hodnotu ukazatele EBIT/U hodnotou 9.⁴¹

⁴⁰ NEUMAIER, I., NEUMAIEROVÁ, I. *Index IN 05*. s. 145.

⁴¹ Tamtéž. s. 147.

Model Karas-Režňáková⁴²

Na základě analýzy finančních výkazů českých průmyslových podniků za období 2007 až 2010 byl ve spolupráci M. Karase a M. Režňákové (oba působící na Fakultě podnikatelské Vysokého učení technického v Brně), sestaven predikční bankrotní model. Model dokáže identifikovat bankrot s přesností 90%, a to až s předstihem tří let.

$$Index = -11,8356 \times (X1 + 0,9306)^{-0,4949} + 9,9934 \times (X2 + 1,1965)^{-1,4560} + 10,9205 \times (X3)^{0,0765} - 27,1099$$

kde: X1 = tržby/celková aktiva
 X2 = (oběžná aktiva – zásoby)/tržby
 X3 = hodnota celkových aktiv [Kč]

Interpretace výsledných hodnot: podnik je vyhodnocen modelem jako **bankrotní**, je-li **index < 0**, v opačném případě je vyhodnocen jako aktivní.

1.9 Vymezení provozně potřebných aktiv

Vycházíme z předpokladu, že podnik má ve svém majetku dva druhy aktiv. Aktiva nezbytná pro základní podnikatelskou činnost podniku se označují jako aktiva provozně nutná či provozně potřebná. Aktiva, která nejsou k této základní provozní činnosti nezbytná, se označují jako provozně nenutná či nepotřebná. U většiny metod oceňování podniku, pokud je to jen trochu možné, by mělo být toto rozdělení provedeno a z majetku podniku by měla být vyčleněna aktiva provozně nepotřebná.

Důvody pro toto rozdělení mají svou podstatu. *Část majetku nemusí vůbec být využívána a neplynou z něj vůbec žádné, nebo jen malé příjmy* (např. nevyužité pozemky, dlouhodobě držené akcie nevypílející dividendy aj.). Zahrnutí tohoto provozně nepotřebného majetku by mohlo vést ke zkreslenému výsledku ocenění, kdy by hodnota podniku byla buďto podhodnocena nebo nebude tento majetek oceněn vůbec, ačkoli svoji hodnotu má. Vyčlenit by se měla i aktiva, která příjmy přinášejí, a to protože *rizika spojená s těmito příjmy*

⁴² KARAS M., REŽŇÁKOVÁ M. *Bankruptcy Prediction Model of Industrial Enterprises in the Czech Republic*. s. 519-531.

*mohou být odlišná od rizika hlavního provozu podniku, to znamená, že by měla být diskontována jinou diskontní sazbou.*⁴³

Neprovozní aktiva jsou oceňovány odděleně od majetku provozního a to zvlášť podle jednotlivých položek. **Následně zjištěná hodnota neprovozních aktiv se na závěr oceňovacích prací přičte k hodnotě provozní části podniku.**

Zároveň s tímto vyloučením provozně nepotřebných aktiv, by měly být z výnosů a nákladů vyřazeny výnosy a náklady související s těmito provozně nepotřebnými aktivy.

1.9.1 Nejčastěji provozně nepotřebná aktiva

Krátkodobý finanční majetek

Peněžní prostředky musí každý podnik v určité výši nezbytně udržovat k zajištění svého provozu. Maximální provozně nutnou úroveň peněžních prostředků můžeme odhadnout například absolutní částkou nebo pomocí žádoucí úrovně poměrového ukazatele okamžité likvidity. Peněžní prostředky nad stanovenou výši jsou provozně nepotřebné aktivum.

Krátkodobé cenné papíry nebo podíly, pokud mají charakter strategické rezervy, se také z provozně nutných aktiv vyloučí.

Dlouhodobý finanční majetek

Kritériem pro rozhodnutí by zde měl být účel těchto finančních investic. Pokud mají investice portfoliový charakter (tj. pouze uložení peněz) a nemají přímou vazbu k základní činnosti podniku, pak by měly být z provozně nutných aktiv vyčleněny.

1.9.2 Provozně nutný investovaný kapitál

Jak charakterizuje Mařík⁴⁴, provozně nutný investovaný kapitál je kapitál, který financuje provozně nutný investovaný majetek.

Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu vychází z účetní rozvahy. Jedná se v podstatě o bilanční sumu, která je upravena ve dvou směrech:

⁴³ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*.s. 118-123.

⁴⁴ Tamtéž. s.123.

- Z aktiv jsou vyřazeny položky, které je u daného podniku možné považovat za provozně nepotřebné.
- Oběžná aktiva jsou snížena o závazky, u kterých nejsme schopni explicitně vyčíslit jejich náklady (např. závazky vůči dodavatelům aj.). V důsledku této úpravy pak dále pracujeme nikoli s oběžnými aktivy, ale s upraveným pracovním kapitálem. Za součást tohoto pracovního kapitálu se obvykle považují i *ostatní aktiva* (přičítají se) a *ostatní pasiva* (odečítají se).

„Provozně nutný investovaný kapitál pak získáme jako součet provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného (upraveného) pracovního kapitálu.“

1.9.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Jak dále popisuje Mařík⁴⁵, analogicky jako tomu bylo i u aktiv, tak i u výsledku hospodaření nutno provést jeho úpravu. Z výsledku hospodaření se vyloučí náklady a výnosy spojené s aktivy provozně nepotřebnými. Takto upravený výsledek hospodaření je tzv. korigovaný provozní výsledek hospodaření.

„Tento korigovaný provozní výsledek hospodaření je tedy výsledek hospodaření generovaný provozně nutným investovaným kapitálem.“

Z praktického hlediska je nejvýhodnější použít přímo provozní výsledek hospodaření, nikoliv výsledek hospodaření za účetní období, čímž bude například zajištěno, že již nebude zahrnut mimořádný výsledek hospodaření, který by do ocenění vcházet neměl.

Mezi nejtypičtější příklady položek, které je třeba z provozního výsledku hospodaření vyloučit patří například:

- Tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu.
- Odpisy budov nebo zařízení, které neslouží k hlavnímu podnikání a jiné významné náklady spojeny s neprovozním majetkem.

K provoznímu výsledku hospodaření se naopak musí přičíst finanční výnosy a náklady, v případě, že byly spojené s provozními aktivy.

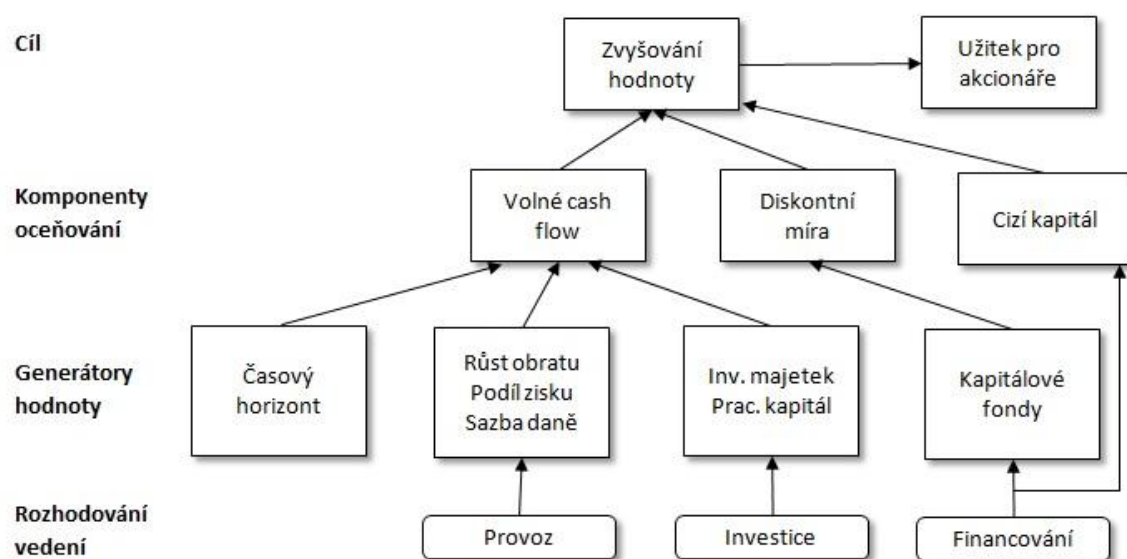
⁴⁵ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování majetku*. s.123.

1.10 Generátory hodnoty

Pojem generátory hodnoty Mařík definuje jako „*soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku*“⁴⁶.

Následující obrázek obsahuje schéma, sloužící k lepšímu pochopení vazeb mezi jednotlivými generátory hodnot a vazby mezi generátory hodnoty a hodnotou podniku.

Schéma č. 3: Generátory hodnoty



Upraveno dle: MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 125.

Z obrázku je jasné, že v tomto případě pracujeme s generátory, tak jak je jmenuje Mařík⁴⁷:

- 1 tržby (obrat) a jejich růst,
- 2 marže provozního zisku (neboli korigovaného provozního zisku),
- 3 investice do pracovního kapitálu,
- 4 investice do pracovního provozně nutného majetku,
- 5 diskontní míra,
- 6 způsob financování (především velikost cizího kapitálu),
- 7 doba, po kterou předpokládáme generování pozitivního peněžního toku.

⁴⁶ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 125.

⁴⁷ Tamtéž. s. 125-126.

V následujících podkapitolách jsou dále vysvětleny jednotlivé generátory hodnoty.

Ad 1 Tržby

Projekce budoucích tržeb by měla být výsledkem strategické analýzy. Tato prognóza může být korigována kapacitními možnostmi podniku, zvláště pro nejbližší období.⁴⁸

Ad 2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže je pro výsledné ocenění podstatná, protože její prognózovaná hodnota určuje výši KPVH do budoucna.

$\text{provozní zisková marže} = \frac{\text{korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi}}{\text{tržby}}$

Podle Maříka je nejvhodnějším postupem zpracovat dvě nezávislé prognózy ziskové marže, které se postupně sladují mezi sebou a které se nazývají prognóza zdola a prognóza shora⁴⁹:

a) Prognóza ziskové marže shora

Tento postup vychází z vývoje ziskové marže za minulost a na něj navazujíc zdůvodněného vývoje do budoucnosti. Postup je následující:

1. Výpočet KPVH před daní (nejlépe ještě před odpočtem odpisů) a z něho odvozené ziskové marže v procentním vyjádření.
2. Podrobení minulé ziskové marže a faktorů, které na ni působí, analýze, a to zejména s konkurenční pozicí podniku.
3. Odhad působení hlavních faktorů ovlivňujících ziskovou marži do budoucnosti, který vychází z provedené analýzy. Odhad budoucích hodnot ziskové marže v procentním vyjádření.
4. Dopočet KPVH v budoucích letech jako součin dříve neprognózovaných tržeb a odhadnuté ziskové marže.

⁴⁸ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 126.

⁴⁹ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku* s. 127-128.

b) *Prognóza ziskové marže zdola*

Postup prognózy ziskové marže zdola je následující:

1. Prognóza hlavních provozních nákladových položek (náklady na prodané zboží, výkonová spotřeba, osobní náklady aj.). Tyto položky mohou být také analyzovány a prognózovány ve formě podílu z tržeb, případně může být zvolen jiný postup.
2. Doplnění prognózy o méně významné provozní nákladové položky, popř. i výnosy.
3. Dopočet KPVH jako rozdíl provozních výnosů a nákladů.
4. Dopočet ziskové marže z tohoto zisku a tržeb.

Tímto způsobem se získají dvě prognózy ziskové marže, které se budou pravděpodobně při prvním výpočtu lišit. Tyto prognózy je nutné mezi sebou porovnat a upravit tak, až budou shodné. Výsledkem takového postupu je pak zisková marže podložená a zdůvodněná postavením podniku (a zároveň reálné vyhlížejší prognóza nákladových položek).⁵⁰

Ad 3 Pracovní kapitál

Jak je uvedeno v kapitole 1.8.1 pracovní kapitál je definován takto⁵¹:

pracovní kapitál = oběžná aktiva - krátkodobé cizí zdroje

Pro účely plánování a následného oceňování je potřeba tento ukazatel modifikovat⁵²:

- *Od oběžných aktiv se neodečte krátkodobý (dále jen KD) cizí kapitál, ale neúročený cizí kapitál (tzn. odečítají se KD závazky, ale neodečítají se bankovní úvěry). Dále se přičte hodnota ostatních aktiv a odečte hodnota ostatních pasiv.*

⁵⁰ MAŘÍK M a kol. *Metody oceňování podniku*.s. 128.

⁵¹ Předchozí literatura (SEDLÁČEK J. *Finanční analýza podniku*, s. 35) používá pojem „čistý pracovní kapitál“. V následujícím textu však budeme používat terminologii, kterou užívá Mařík, tedy pracovní kapitál.

⁵² MAŘÍK a kol. *Metody oceňování podniku*.s. 132.

Výpočet upraveného pracovního kapitálu pak bude vypadat takto:

KD finanční majetek
+ zásoby
+ pohledávky
- neúročené závazky
+ ostatní aktiva (časové rozlišení aktiv)
- ostatní pasiva (časové rozlišení pasiv)
= pracovní kapitál

- *Všechny uvedené veličiny se započítávají jen v rozsahu provozně nutném (tedy ve výši, jakou vyžaduje základní činnost podniku).*

Při analýze jednotlivých složek pracovního kapitálu (pohledávek, zásob a závazků) se posuzuje náročnost výkonů na jednotlivé složky pracovního kapitálu v minulosti⁵³ a na základě těchto posouzení se ukazatel prognózuje do dalších let. Na konci propočtů by měl mít oceňovatel k dispozici absolutní velikosti jak jednotlivých položek pracovního kapitálu, tak jeho absolutní velikost za minulost i budoucnost. Je vhodné dopočítat také koeficient náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál⁵⁴:

Koeficient náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál (k_{wc}) $= \frac{\Delta \text{pracovního kapitálu}}{\Delta \text{tržeb}}$

Ad 4 Investice do dlouhodobého majetku

Podobně jako u pracovního kapitálu i zde se jedná o investice do dlouhodobého (dále jen DD) majetku provozně nutného. Plánování investiční činnosti bývá nejobtížnější částí analýzy generátorů hodnoty zejména proto, že investice se nevyvíjí plynulým způsobem.

Vhodným východiskem pro prognózu investic je analýza dosavadního vývoje. Je-li k dispozici časová řada, ze které jsou patrné tendence v technickém vývoji a cenách, lze věrohodně stanovit závislost investic do DD majetku na tržbách. Z cyklu obnovy majetku a

⁵³ Podíl složky pracovního kapitálu na výkonech v procentuálním vyjádření: složka pracovního kapitálu / tržby x 100.

⁵⁴ MARÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 136.

růstu výkonů lze pak prognózovat přiměřenou představu o budoucích investicích do stálých aktiv.⁵⁵

Plánování investiční náročnosti vychází z analýzy využití provozních stálých aktiv ve vztahu k tržbám. Pro vyjádření relace mezi investicemi a výkony podniku použijí v práci koeficient náročnosti růstu tržeb na netto investice do DD majetku⁵⁶:

Koeficient náročnosti tržeb na netto investice do DD majetku (k_{DMn})	$= \frac{\Delta \text{provozně nutného DD majetku}}{\Delta \text{tržeb}}$
------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------

Ad 5 Diskontní míra

O diskontní míře bude pojednáno v kapitole 1.12.4.

Ad 6 Způsob financování

Hodnotu (netto) podniku ovlivňuje také způsob financování, především tedy velikost cizího kapitálu. Protože netto hodnota představuje brutto hodnotu sníženou právě o velikost úročeného cizího kapitálu. Způsob financování dále ovlivňuje struktura kapitálu, tedy poměr vlastního a cizího úročeného kapitálu, se při oceňování podniku promítá do nákladů kapitálu, tj. do diskontní míry. Vychází se z předpokladu, že náklady na vlastní kapitál a posléze i na cizí kapitál s růstem zadlužení a tím i rizika od určité výše rostou.⁵⁷

Ad 7 Doba, po kterou předpokládáme generování pozitivního peněžního toku (cash flow)

Generování pozitivního cash flow má přímý vliv na zvyšování hodnotu podniku. Doba, po kterou předpokládáme generování kladného cash flow, představuje ve svém důsledku dobu života podniku.

1.10.2 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

První odhad hodnoty podniku lze provést pomocí generátorů hodnoty. Smyslem tohoto předběžného odhadu je soustředění pozornosti na klíčové veličiny ocenění (tempo růstu tržeb, zisková marže z KPVH, náročnost na investice do DD majetku a pracovního

⁵⁵ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 136.

⁵⁶ Tamtéž. s. 137.

⁵⁷ Tamtéž. s. 111.

kapitálu). Na základě strategické analýzy a analýzy minulého vývoje generátorů hodnoty je možné provést odhad průměrných hodnot generátorů a tím modelovat pravděpodobné rozpětí výnosové hodnoty podniku. Pro tento odhad celkové hodnoty podniku (H_b) může být použit tento vzorec⁵⁸:

$$H_b = \frac{X_{t-1} \times (1 + g) \times r_{ZPx} \times (1 - d) - X_{t-1} \times g \times (k_{wc} + k_{DMn})}{i_k - g}$$

kde:

- X = velikost tržeb
- g = tempo růstu tržeb
- r_{ZPx} = provozní zisková marže vypočtená z KPVH
- d = sazba daně z KPVH
- k_{wc} = koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu
- k_{DMn} = koeficient náročnosti růstu tržeb na růst DD majetku
- t = rok

Čitatel použitého vzorce odpovídá výpočtu volných peněžních toků (FCF) pro jednotlivé roky. Ten lze vypočíst také jako rozdíl KPVH a přírůstku pracovního kapitálu a DD majetku.

1.11 Sestavení finančního plánu

Smyslem sestavení kompletního finančního plánu je propojení generátorů hodnoty v jednom celku, který představují finanční výkazy. Tyto finanční výkazy jsou vzájemně propojeny přes krátkodobý finanční majetek. Pomocí tohoto propojení se zjišťuje, zda bude mít podnik v budoucnu dostatek peněžních prostředků. Finanční plán lze mimo jiné také analyzovat a porovnat s minulostí, a tím posoudit zda jsou výše generátorů hodnot reálné.

Finanční plán se skládá z tří hlavních finančních výkazů:

1. *výsledovka*,
2. *rozvaha*,
3. *výkaz peněžních toků* (dále jen CF).

⁵⁸ MARÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 147.

Z předchozího plánování generátorů hodnoty jsou již naplánovány tyto položky, které jsou pro finanční plán stěžejní, protože tvoří jeho kostru⁵⁹:

- Tržby z prodeje hlavních produktů podniku.
- Ziskovou marži a z ní zjištěný provozní zisk a spolu s ní i prognózu nákladových položek.
- Plánovaná výše zásob, pohledávek a závazků.
- Výchozí prognóza investic do DD majetku.

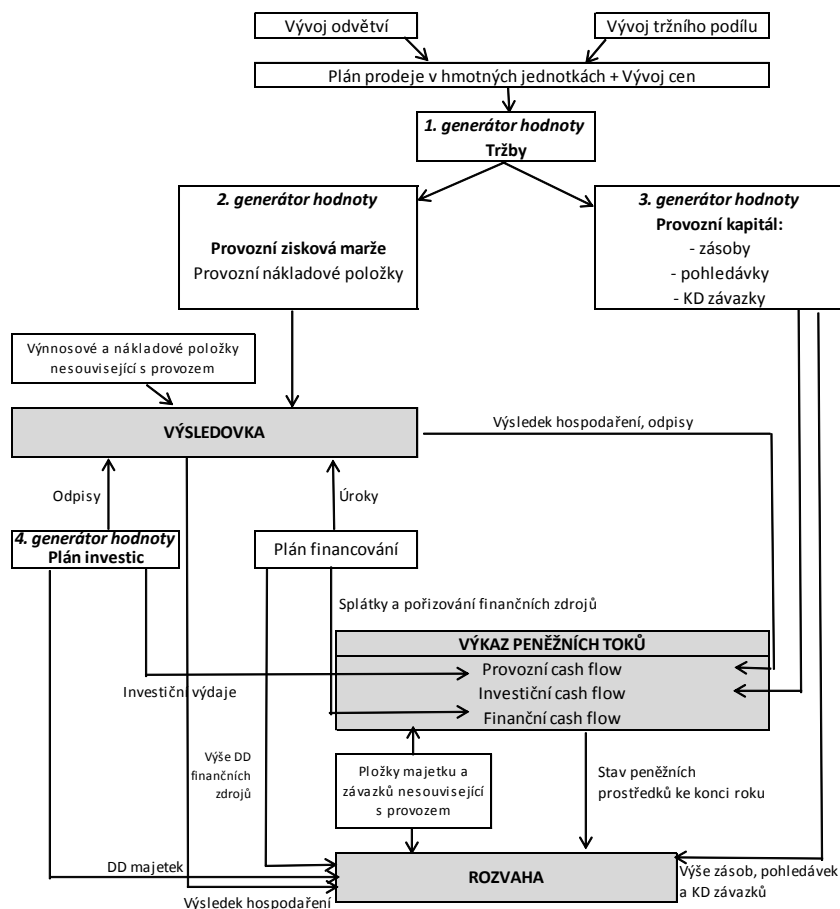
Aby mohl být vytvořen kompletní finanční plán, je potřeba uvedené položky doplnit o:

1. *plán financování* (předpokládané splátky úvěrů, nové úvěry, navyšování vlastního kapitálu aj.),
2. plánované hodnoty *dalších méně významných položek* (výnosy a náklady, které se opakují aj.),
3. položky *nesouvisející s hlavním provozem podniku* (plán odprodeje nepotřebného majetku a z toho vyplývající zisky, investice do cenných papírů aj.),
4. předpokládané *výplaty dividend nebo podílů na zisku*.

Základní sled kroků znázorňuje následující schéma.

⁵⁹ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 150.

Schéma č. 4: Postup sestavování finančního plánu



Upraveno dle: MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 152.

1.12 Ocenění na základě analýzy výnosů

Protože je v této práci podnik oceňován pomocí výnosových metod, je potřeba si tyto metody blíže popsat.

„Tato skupina metod vychází z důsledného využití poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U hospodářských statků, ke kterým patří i podnik, jsou tímto užitekem očekávané příjmy.“⁶⁰

⁶⁰ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování majetku*. s. 163.

Nejsprávnější je pak za tyto příjmy považovat konkrétně peněžní příjmy plynoucí z oceňovaného statku jeho držiteli. Podle toho, jakou veličinou budeme konkrétně pod těmito výnosy myslet, rozlišujeme pak jednotlivé výnosové metody pro ocenění podniku⁶¹:

- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- metody kombinované (korigované), které kombinují výnosové ocenění s oceněním majetkovým.

1.12.1 Metoda diskontovaného peněžního toku

Metoda diskontovaného peněžního toku je považována za základní výnosovou metodu. Nejvíce je tato metoda rozšířena v USA a Velké Británii, v posledních letech, s rostoucím vlivem anglosaských investorů, se však rychle rozšiřuje i v Evropě. Rozlišují se 3 základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF:

Metoda DCF entity

Entity znamená jednotku, definuje zde podnik jako jeden celek. Výpočet probíhá ve dvou krocích. Nejprve se vychází z peněžních toků, které byli k dispozici pro vlastníky i věřitele, ty se pak diskontují (označováno jako H_b , tj. hodnota brutto). Ve druhém kroku se pak odečte hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění, čímž se získá tzv. hodnota netto podniku (H_n).

Metoda DCF equity

Equity znamená vlastní kapitál, vychází se tedy z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníků podniku. Jejich diskontováním se získá přímo hodnota vlastního kapitálu (H_n).

⁶¹ MARÍK M a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 163.

Metoda CDF APV (Adjusted Present Value)

APV zde v překladu znamená „upravená současná hodnota“. V prvním kroku se zjišťuje hodnota podniku jako celku (H_b), v tomto případě však jako součet hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Ve druhém kroku se pak odečítá cizí kapitál, čímž se opět získá hodnota netto.

1.12.2 Peněžní toky pro metodu DCF entity

U metody DCF je východiskem vždy **volný peněžní tok** (dále jen FCF), v případě DCF entity se pak jedná o **peněžní tok do firmy** (dále jen FFCF), peněžním tokem v tomto případě se rozumí tvorba peněžních prostředků, které jsou k dispozici vlastníkům (akcionářům – tedy především na dividendy) a věřitelům (v podobě splátek úvěrů a úroků).

Korigovaný provozní výsledek hospodaření pro výpočet FCFF

Protože FCFF je počítán nepřímou metodou, východiskem je výsledek hospodaření. V tomto případě se však vychází z korigovaného výsledku hospodaření, tak jak je definován v kapitole 1.9.3.

Dodržují se tyto zásady⁶²:

1. Výsledkem by měl být zisk a CF, které je k dispozici pro jak pro vlastníky tak věřitele. Neměly by být tedy odečteny náklady na cizí kapitál.
2. Výpočet by neměl obsahovat žádné jednorázové položky, které se nebudou pravidelně opakovat (hodnotu podniku tvoří jen výsledky hospodaření trvalého charakteru).
3. Jak už bylo mnohokrát zmíněno v předchozích kapitolách, KPVH by neměl obsahovat žádné výnosy a náklady související s provozně nutným majetkem.

⁶² MARÍK M. a kol. *Metody oceňování majetku*. s. 171.

Schéma č. 5: Výpočet KPVH

Provozní výsledek hospodaření (z výsledovky)	
-	Provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+	Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+	Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
-	Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH)	

Zdroj: MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování majetku*. s. 174.

Následující schéma pak obsahuje postup výpočtu volných peněžních toků.

Schéma č. 6: Výpočet FCF

1.	+ KPVH před daněmi
2.	- Upravená daň z příjmů (= KPVH před daněmi x daňová sazba)
3.	= KPVH
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

Upraveno dle: MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování majetku*. s. 170.

Investice pro výpočet FCFF⁶³

Realizovány by měly být jen ty investice, které slibují kladnou čistou současnou hodnotu. Investice uvedené ve schématu pro výpočet volného peněžního toku jsou myšleny jako investice brutto, tj. jako veškeré investiční výdaje bez ohledu na to, zda mají nahradit stávající majetek nebo se jedná o investice rozšiřovací. Tyto investice se dále mohou rozdělit na část, která má zajistit obnovu, a část rozšiřovací, kterou označujeme jako investice netto. Technickým dělákem těchto částí je výše odpisů v daném roce. Investice potřebné pro výpočet FCFF se pak zjišťují z velikosti provozně nutného investovaného kapitálu v jednotlivých letech. Investovaný kapitál představuje velikost provozně nutného majetku vyjádřenou na konci roku v zůstatkových hodnotách majetku.

⁶³ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování majetku*. s. 175.

Pro výpočet investic se můžou použít tyto vztahy:

$$I_{netto\ t} = K_t - K_{t-1}$$

$$I_{brutto\ t} = K_t - K_{t-1} + O$$

kde: $I_{netto\ t}$, $I_{brutto\ t}$ = investice do provozně nutného investovaného kapitálu v roce t

K_t = provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku t

O_t = odpisy v roce t

1.12.3 Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu

Propočet metodou DCF entity, jak už bylo zmíněno, probíhá ve dvou krocích⁶⁴:

1. Určení celkové hodnoty podniku

Tato celková hodnota je získána diskontováním peněžních toků plynoucích z hlavního provozu podniku. V principu se na celkovou hodnotu podniku dá nahlížet ze strany aktiv (pak jde o součet upraveného pracovního kapitálu a dlouhodobých aktiv) nebo ze strany pasiv (pak jde o součet vlastního kapitálu a neúročeného cizího kapitálu).

2. Výpočet výnosové hodnoty vlastního kapitálu

Celková hodnota podniku se sníží o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění. Na závěr ocenění se k provozní hodnotě vlastního kapitálu přičte hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění.

⁶⁴ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 177.

Schéma č. 7: Postup výpočtu hodnoty metodou DCF entity



Upraveno dle: MAŘÍK M a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 177.

Hodnota podniku jako celku (H_b) se určí pomocí obecného výrazu:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t}$$

kde: FCFF = volné cash flow do firmy v roce t

i_k = kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra)

n = počet let předpokládané existence podniku

V oceňovací praxi se však předpokládá, že bude podnik existovat nekonečně dlouho. Pro nekonečně dlouhé období je však plánovat peněžní toky pro jednotlivá léta nemožné. Odborná literatura má pro tento problém dva návrhy řešení⁶⁵:

- standardní dvoufázová metoda (používaná v praxi nejčastěji),
- metody založené na odhadu průměrných temp růstu.

Dvoufázová metoda:

Pro tuto práci je ve výpočtech použita metoda dvoufázová. Je tedy vhodné si vysvětlit její podstatu a postup, tak jak ji popisuje Mařík.⁶⁶

⁶⁵ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 178.

⁶⁶ Tamtéž. s. 178-182.

Tato metoda, jak napovídá její název, vychází z jednoduché představy, že budoucí období lze rozdělit do dvou fází. První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhou fází je pak období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku za období právě této druhé fáze se označuje jako **pokračující hodnota**. Odhad pokračující hodnoty se zakládá na řadě předpokladů:

- a) základní parametry, o které se opírá výpočet pokračující hodnoty, se stabilizují,
- b) růst podniku je konstantní, stabilní je i míra investic,
- c) stabilní je také výnosnost nových investic.

Hodnota podniku podle této metody se pak vypočítá takto:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T}$$

kde: T = délka první fáze v letech

PH = pokračující hodnota

i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

Délka první fáze je odvozena od:

- závislosti na období, po kterém se předpokládá, že podnik je schopen tvořit novou hodnotu (kladnou ekonomickou přidanou hodnotu),
- závislosti na životním cyklu podniku,
- závislosti na cyklu konjunktury,
- doby, po které podnik dosáhne určitého stavu rovnováhy,
- závislosti na délku období, pro niž jsou zpracovány plány ze strany vedení podniku.

Vzorce pro výpočet pokračující hodnoty ve druhé fázi se rozděluje podle toho, zda budoucí FCF je ve 2. fázi plánováno jako celek nebo dle svých dílčích parametrů.

1. *Gordonův vzorec*⁶⁷

Pokračující hodnota představuje současnou hodnotu nekonečné rostoucí časové řady peněžních toků pro druhou fázi. Tento vzorec je běžně používán pro oceňování akcií na základě dividend. Pokračující hodnota v čase se vypočítá následovně:

$$PH_T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

Kde: T = poslední rok prognózovaného období

i_k = průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra

g = předpokládané tempo růstu volné peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna

FCFF = volný peněžní tok do firmy

Podmínkou platnosti vzorce je, aby bylo $i_k > g$.

2. *Parametrický vzorec*⁶⁸

Jedná se o vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty, a sice tempu růstu KPVH snížených o upravené daně a očekávané rentability nových čistých investic. Tato rentabilita je odvozena v návaznosti na rentabilitu investovaného kapitálu. Aby podnik tvořil hodnotu, je potřeba, aby rentabilita investovaného kapitálu (r_K) byla vyšší než náklady kapitálu.

$$r_K = \frac{KPVH_t}{K_{t-1}}$$

kde: KPVH_t = korigovaný provozní zisk po upravených daních,

K_{t-1} = provozně nutný investovaný kapitál k počátku roku t

Výši čistých investic v roce t zjistíme jako změnu stavu investovaného kapitálu během roku:

$$Investice\ netto = \Delta K = K_t - K_{t-1}$$

⁶⁷ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 183.

⁶⁸ Tamtéž. s. 187.

Hrubé investice při tomto přístupu k oceňování počítáme takto:

$$Investice\ brutto = Investice\ netto + Odpisy$$

Rentabilita čistých investic r_I se pak vypočítá takto:

$$r_I = \frac{KPVH_t - KPVH_{t-1}}{K_{t-1} - K_{t-2}}$$

Vzorec pro výpočet pokračující hodnoty pak má tuto podobu:

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} \times (1 - \frac{g}{r_I})}{i_K - g}$$

Kde: $KPVH_{T+1}$ = korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy

g = čisté investice (investice netto)

Poměr g/r_I z dlouhodobého hlediska odpovídá tzv. **míře investic**, což je podíl zisku (KPVH) věnovaný na čisté investice, neboli:

$$\frac{I_{netto}}{KPVH} = \frac{g}{r_I}$$

1.12.4 Diskontní míra pro metody DCF

Volba konkrétního postupu pro stanovení diskontní míry závisí na tom, jaká je použita varianta metody DCF. Je-li použito ocenění metodou **DCF entity**, pak je třeba stanovit diskontní míru na úrovni **průměrných vážených nákladů kapitálu** (dále jen WACC), protože vycházíme z peněžních toků pro vlastníky i věřitele. Je-li použita metoda **DCF equity**, pak je diskontní míra dána odhadem **nákladů na vlastní kapitál** při konkrétní úrovni zadlužení, protože vycházíme z peněžních toků jen pro vlastníky. Při aplikaci metody **DCF APV**, kde vycházíme z peněžních toků pro firmu se zvlášť vyčleněnou hodnotou daňového štítu, pro určení hodnoty firmy použijeme diskontní míru na úrovni **nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení**. Určujeme-li hodnotu daňového štítu

z ročních daňových úspor, diskontujeme pak daňové úspory úrokovou mírou odpovídající **nákladům cizího kapitálu**.⁶⁹

Ocenění podniku v této práci je provedeno metodou DCF entity, proto jsou předmětem zájmu v následujícím textu průměrné vážené náklady kapitálu.

1.12.5 Průměrné vážené náklady kapitálu

Obecný vzorec pro průměrné vážené náklady (dále jen WACC⁷⁰) kapitálu⁷¹:

$$WACC = n_{CK} (1 - d) \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \frac{VK}{K}$$

kde: n_{CK} = očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (náklady na cizí kapitál)

d = sazba daně z příjmů platná pro subjekt, který je oceňován⁷²

CK = tržní hodnota cizího kapitálu (pouze úročeného)

$n_{VK(Z)}$ = očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku při dané úrovni zadlužení podniku (náklady na vlastní kapitál)

VK = tržní hodnota vlastního kapitálu

K = celková tržní hodnota investovaného kapitálu ($K = VK + CK$)

„Jedná se o vážený průměr z požadavků na zhodnocení vloženého kapitálu právě těch investorů, z jejichž pohledu byly sestaveny volné peněžní toky.“⁷³

Náklady vlastního kapitálu

Nejen cizí, ale i vlastní kapitál má určitou výši nákladů, které lze popsat následovně:

„Náklady na tento kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. Výnosové očekávání je nutno odvozovat z možného alternativního výnosu kapitálu

⁶⁹ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 206.

⁷⁰ Zkratka je odvozena z anglického názvu Weighted Average Capital Costs.

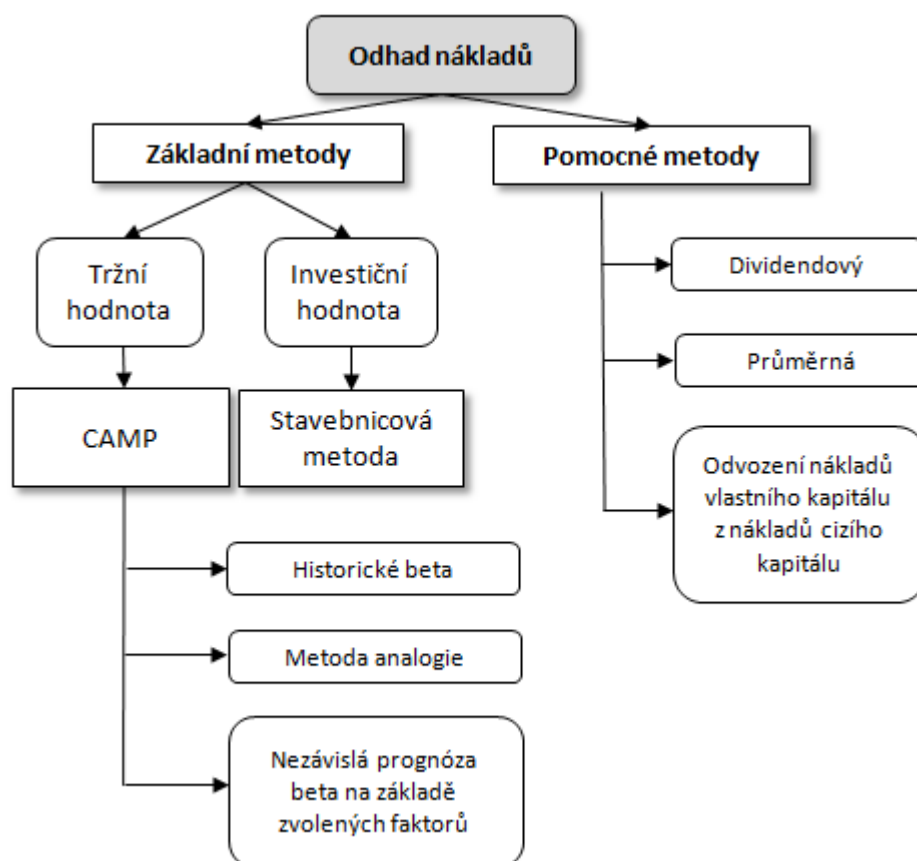
⁷¹ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 207.

⁷² Náklady cizího kapitálu se snižují o tzv. daňový štít (úroky z cizího kapitálu snižují zisk, ze kterého se platí daň, a tím snižují daňové zatížení podniku). Jedná se však pouze o náklady splňující podmínky daňové znatelnosti úroků podle zákona o dani z příjmů.

⁷³ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. s. 20.

s přihlédnutím k riziku. ... Problémy však nastávají, chceme-li v rámci ocenění určit, kolik vlastní kapitál stojí. V anglosaských zemích se prosadil koncept, který se opírá o teorie kapitálového trhu. Praxe ukazuje, že se zatím nejvíce uplatňuje známý **model oceňování kapitálových aktiv** (dále jen CAPM⁷⁴).⁷⁵

Schéma č. 8: Přehled metod pro odhad nákladů vlastního kapitálu



Upraveno dle: MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování majetku*. s. 216.

Náklady vlastního kapitálu – model CAPM⁷⁶

Důležitým prvkem modelu CAPM patří tzv. přímka cenných papírů, která odvozuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné

⁷⁴ Zkratka odvozena z anglického názvu *Capital Asset Pricing Model*.

⁷⁵ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování majetku*. s. 215.

⁷⁶ MAŘÍKOVÁ P., MAŘÍK M. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. s. 115-116.

prémie za riziko kapitálového trhu. Dle zmíněného vztahu pro očekávanou průměrnou výnosnost cenného papíru A platí:

$$E(R_A) = r_f + [E(R_m) - r_f] \times \beta_A$$

Kde: $E(R_A)$ = střední očekávaná výnosnost cenného papíru A (především akcie)

r_f = bezriziková výnosnost

$E(R_m)$ = střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu (tzv. tržního portfolia)

β_A = koeficient beta cenného papír A

Očekávaná výnosnost z akcie je zároveň z pohledu podniku nákladem na vlastní kapitál. Očekávaná výnosnost cenného papíru A tedy závisí na bezrizikové úrokové míře, prémii za tržní riziko a faktoru β_A . Beta je v modelu jediný faktor, který se váže ke konkrétnímu podniku. Jedná se o vyjádření úrovně jednotlivého papíru (zejména akcie), a to relativně k riziku kapitálového trhu jako celku. Riziko je zde chápáno jako směrodatná odchylka výnosnosti daného cenného papíru od jeho průměrné výnosnosti.

Modifikace modelu CAPM podle A. Damodarana⁷⁷

Odhad nákladů vlastního kapitálu v modelu CAPM se opírá především o historická data. Nejvíce to platí pro rizikovou prémii kapitálového trhu. Převládá názor, že premie by měla být počítána za dlouhá období (např. v USA od roku 1926 resp. 1928). Pokud však chceme model CAPM použít v jiných zemích, narazíme na *nedostatečné velikosti trhu* a především *nejsou k dispozici dostatečně dlouhé časové řady*. Stejně jako A. Damodaran⁷⁸, řada odborníků se klaní k názoru, že při oceňování podniků jiného než amerického trhu je nejvhodnějším způsobem vyjít z dat amerického trhu a ta upravovat na podmínky trhu konkrétní země.

K relativně nejjednodušším a přitom propracovaným metodám stanovení rizikové přírážky pro národní trhy patří **model rizikového rozpětí země podle Damodarana**. Možný postup je následující:

⁷⁷ MAŘÍKOVÁ P., MAŘÍK M. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. s. 145, 148-149.

⁷⁸ Aswath Damodaran je jedním ze známých finančních teoretiků věnujících se problematice korporátních financí a problematice oceňování. Působí na Stern Business School při New York University.

1. Nejdříve je třeba zjistit **rating země**.
2. Rating země je třeba promítnout do určité výše rizikové přírážky, kterou nazýváme **riziko selhání země**. Lze použít rozdíl mezi výnosností obligací se stejným ratingem, jako má stát, pro nějž rizikovou přírážku země hledáme, a vládními obligacemi Spojených států⁷⁹ (nejlépe desetileté vládní obligace).
3. Riziko selhání země se upraví o **rozdíl volatility trhu akcií v dané zemi a volatility vládních dluhopisů v této zemi**. Vyjádřeno vzorcem:

$\text{Riziková prémie země} = \text{Riziko selhání země} \times \frac{\text{Volatilita trhu akcií}}{\text{Volatilita vládních dluhopisů}}$

4. Riziková přírážka se ještě zvýší o **rozdíly v dlouhodobě prognózované inflaci**.
5. Výpočet nákladů vlastního kapitálu pomocí **upravené rovnice CAPM**:

$$n_{VK} = r_{f(USA)} + \beta \times RPT_{(USA)} + RPZ$$

kde: n_{VK} = odhad nákladů vlastního kapitálu

r_f = aktuální výnosnost dlouhodobých vládních dluhopisů USA

β = odvětvové β přenesené z rozvinutějších trhů a upravené na zadlužení v tržních cenách konkrétního podniku

RPT = riziková prémie kapitálového trhu (nejlépe převzetí z trhu USA)

RPZ = riziková prémie země (dle výše popsaného postupu)

6. Základní rovnici je možné ještě modifikovat o **další přírážky**:

R_1 = přírážka pro malé společnosti (orientačně do 3%)

R_2 = přírážka pro společnosti s nejasnou budoucností, které se vyznačují vysokým podílem tržní a účetní hodnoty vlastního kapitálu (orientačně do 3%)

R_3 = přírážka za nižší obchodovatelnost oceňovaných vlastnických podílů

⁷⁹ Vládní obligace Spojených států mají nejvyšší rating AAA.

1.12.6 Výhody a nevýhody metody DCF entity⁸⁰

Hlavní **výhody** metody DCF entity:

- Jedná se o **nejčastěji používanou** metodu, a to jak v oceňovací praxi, tak v odborné literatuře (jak v České republice, tak v zahraničí). Pokud je tedy ve znaleckém posudku použita tato metoda, je vysoce pravděpodobné, že pro jiné oceňovatele nebo v dané oblasti přiměřeně vzdělané čtenáře posudku bude toto ocenění bez větších problémů srozumitelné a pochopitelné.
- Metoda je vhodná pro případy, kdy není cílem ocenit vlastní kapitál (čistý obchodní majetek), ale investovaný kapitál, má tedy jít v podstatě o výnosové ocenění aktiv podniku **bez ohledu na jejich financování**.
- Zcela nezastupitelnou roli má tato metoda v situacích, kdy má být **oceněna pouze část podniku** (divize), na kterou není alokován žádný konkrétní úročený cizí kapitál. U metody DCF entity se cizí úročený kapitál objevuje pouze v diskontní míře, a to ve formě struktury kapitálu, tj. podílu vlastního a úročeného cizího kapitálu. Pokud není možné tuto strukturu spočítat na základě velikosti cizího úročeného kapitálu přímo oceňovaného objektu, lze například pro ocenění divize použít strukturu kapitálu podniku jako celku, průměrnou strukturu v odvětví apod. Metoda DCF equity a APV vyžaduje do výpočtu dosazovat absolutní velikost cizího úročeného kapitálu, proto si u nich nemůžeme takto „vypůjčovat“ zadlužení odjinud.

Hlavní **nevýhoda** je snad jedná:

- Skutečnost, že metoda pracuje se strukturou kapitálu, znamená, že při precizním postupu bude **potřeba vylad'ovat tuto strukturu** tak, aby odpovídala výslednému ocenění. Navíc je zde třeba dbát na to, že **struktura kapitálu musí být správně promítnuta** jak do výpočtu nákladů vlastního kapitálu, tak do celkových průměrných nákladů kapitálu.

⁸⁰ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování majetku pro pokročilé*. s. 21.

1.12.7 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomickou přidanou hodnotu (dále jen EVA⁸¹) lze mimo finanční analýzu využít také při oceňování podniku. Je proto vhodné definovat, co se pod pojmem EVA rozumí.

„Model ekonomické přidané hodnoty je založen na ekonomickém zisku, který na rozdíl od účetního zisku představuje přebytek výnosů, zůstávající firmě po zaplacení služeb výrobních faktorů, včetně nejen cizího, ale i vlastního kapitálu. Jde o hodnotu, která byla přidána hospodářskou činností firmy nad úroveň nákladů kapitálu vázaného v jejích aktivech. Náklad kapitálu je chápán jako míra výnosů akceptovatelná investory (věřiteli i vlastníky). Firma vytváří hodnotu pro vlastníky, jestliže $EVA > 0$.“⁸²

Základní vzorec pro výpočet je⁸³:

$$EVA = NOPAT - WACC \times Capital$$

Kde: $NOPAT^{84}$ = zisk z operační činnosti podniku po dani

$Capital$ = kapitál vázaný v aktivech, která slouží operační činnosti podniku, tj. aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku

$WACC$ = průměrné vážené náklady kapitálu

Podíl NOPAT a kapitálu lze také definovat jako podíl KPVH a provozně nutného kapitálu, což je fakticky výpočet rentability provozně nutného kapitálu. Jestliže je tento podíl větší než WACC, pak i EVA je větší než nula a podnik tedy vytváří hodnotu pro vlastníky i věřitele.

1.12.8 EVA jako nástroj ocenění

Stejně jako u metody DCF, i u metody EVA existují tři varianty ocenění: pomocí EVA entity, EVA equity, EVA APV. Variantou obvykle používanou v praxi je, stejně jako u metody DCF, varianta entity. V následujícím textu je varianta entity popsána dle Maříka⁸⁵.

⁸¹ Zkratka odvozena z anglického názvu *Economic Value Added*.

⁸² SEDLÁČEK J. *Finanční analýza podniku*. s. 115.

⁸³ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 285.

⁸⁴ Zkratka je odvozena z anglického názvu *Net Operating Profit After Taxes*.

⁸⁵ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 295-297.

Postup výpočtu metody EVA entity lze popsat takto:

Tržní hodnota operačních (tj. provozně potřebných) aktiv
+ Tržní hodnota neoperačních aktiv
- Tržní hodnota úročených závazků
= Tržní hodnota vlastního kapitálu

V prvním kroku se tedy vypočítá hodnota aktiv a teprve pak odečtením cizího kapitálu se získá ocenění podniku pouze pro vlastníky.

Hodnota operačních aktiv lze zjistit jako:

Čistá operační aktiva (NOA)
+ Tržní přidaná hodnota (MVA)
= Tržní hodnota operačních aktiv

MVA je pak současná hodnota budoucích EVA. Tato tržní přidaná hodnota má v tomto přístupu k oceňování rozhodující úlohu. MVA je jakýmsi provozním goodwill. EVA měří úspěch společnosti během minulého roku, zatímco MVA je pohled do budoucnosti, který odráží očekávání trhu ohledně perspektiv společnosti.

MVA lze dopočítat dvěma způsoby:

1. **Ex post** jako diferenci mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotu jeho aktiv (NOA). Tento přístup je možné provádět pouze u obchodovatelných akciových společností.
2. **Ex ante** jako současnou hodnotu budoucích operačních nadzisků (EVA).

Pro výpočet hodnoty podniku lze opět zvolit dvoufázovou metodu. Druhá fáze přitom bývá často počítána jako věčná renta ze stabilní EVA do nekonečna. Rozepsaný obecný postup výpočtu hodnoty podniku ve vzorci je:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \times (1+WACC)^T} - D_0 + A_0$$

Kde: H_n = hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto)

EVA_t = EVA v roce t

NOA_0 = čistá operační aktiva k datu ocenění

NOA_{t-1} = čistá operační aktiva ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku t

$NOPAT_t$ = operační výsledek hospodaření po dani v roce t

T = počet let explicitně plánovaných EVA

$WACC$ = průměrné vážené náklady kapitálu

D_0 = hodnota úročených dluhů k datu ocenění

A_0 = ostatní, tj. provozně nepotřebná aktiva k datu ocenění

Uvedená rovnice předpokládá stabilní hodnotu $WACC$. Je však samozřejmě přesnější použít pro každý rok jinou úroveň $WACC$ v závislosti na měnící se struktuře kapitálu.

2 HODNOCENÍ SOUČASNÉHO STAVU VYBRANÉ SPOLEČNOSTI

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

3 STRATEGICKÁ ANALÝZA

V této kapitole je provedena strategická analýza ve smyslu literatury Mařík. Jedna je vypracována analýza makroekonomické situace v České republice, situace na vymezeném trhu, na kterém společnost působí, její postavení na tomto trhu, dále pak analýza vnitřního prostředí podniku a vliv jejich dodavatelů a odběratelů.

3.1 Analýza vnějšího potenciálu

Úkolem analýzy vnějšího potenciálu je vymezení relevantního trhu, základní data o tomto trhu a posouzení jeho atraktivity, tak aby bylo možno toto posouzení použít pro zpracování prognózy dalšího vývoje tohoto trhu.⁸⁶ Protože aktuálního stav a budoucí vývoj národní ekonomiky výrazně ovlivňuje činnost podniků na trhu, součástí je i posouzení vývoje a prognóza makroekonomických veličin (zejména pak HDP a inflace).

3.1.1 Vývoj makroekonomických veličin a jejich prognóza

Pro účely této analýzy byly využity komentáře a data z makroekonomické predikce, kterou několikrát do roka zveřejňuje Ministerstvo financí ČR na svých oficiálních webových stránkách z komentářů ČNB ke zveřejněné prognóze makroekonomických indikátorů⁸⁷.

Hrubý domácí produkt

Reálný hrubý domácí produkt (dále jen HDP) je klíčovým ukazatelem vývoje ekonomiky, protože představuje souhrn hodnot přidaných zpracováním ve všech odvětvích a činnostech považovaných v systému národního účetnictví za produktivní⁸⁸. Následující tabulka obsahuje velikost HDP v běžných cenách v letech 2005-2012 a prognózu pro období 2013-2016.

⁸⁶ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování majetku*. str. 59.

⁸⁷ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Prognóza ČNB z února 2014* [online].

⁸⁸ ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Nejnovější ekonomické údaje* [online].

Tabulka č. 6: Vývoj HDP v ČR

Reálné HDP	Skutečnost							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
mld. Kč*	3127	3335	3545	3776	3675	3852	3860	3784
meziroční změna v %		6.7	6.3	6.5	-2.7	4.8	0.2	-2.0
Reálné HDP	Predikce							
	2013	2014	2015	2016				
mld. Kč*	3731	3783	3859	3963				
meziroční změna v %	-1.4	1.4	2.0	2.7				

* v cenách roku 2004

Zdroj: ČSÚ.

Od vstupu ČR do Evropské unie se HDP vyvíjel velmi pozitivně, přibližně 6,5%ní růst reálného HDP v letech 2006-2008 značí, že česká ekonomika byla na vzestupu. Tahounem růstu byla rostoucí spotřeba domácností i růst fixních investic. Po nástupu celosvětové finanční a následně hospodářské krize česká ekonomika naplno vstoupila do recese a v roce 2009 meziroční HDP kleslo o 2,7%. V tomto roce byl zaznamenán dramatický propad reálné spotřeby domácností a vysoký pokles hrubé tvorby kapitálu (zejména pokles fixních investic). Rok 2010 přinesl dočasné mírné oživení, v roce 2011 ekonomika rostla o pouhé 0,2%, v následujícím roce 2012 pak došlo k meziročnímu poklesu o 2%. Tento pokles byl spojen zejména s poklesem spotřeby domácností, který byl důsledkem fiskální restrikce a stále utlumeného trhu práce. Klesala také spotřeba vlády i fixní investice.

Ministerstvo financí ve své predikci očekává v roce 2013 další mírný pokles (predikuje propad hrubých domácích výdajů a záporný příspěvek zahraničního obchodu⁸⁹). V roce 2014 by pak česká ekonomika, při kladném příspěvku domácí poptávky i zahraničního obchodu a pozitivním dopadu oslabení směnného kurzu vlivem devizových intervencí na saldo zahraničního obchodu, mohla růst o 1,4%. V predikcích je přijat technický předpoklad⁹⁰, že od devizových intervencí ČNB ustoupí v polovině roku 2015. V roce 2015 je pak predikováno zrychlení růstu HDP na 2%, v roce 2016 až na 2,7%.

⁸⁹ Makroekonomická predikce České republiky. MFČR, 2012.

⁹⁰ Makroekonomická predikce České republiky. MFČR, 2014.

Inflace

Inflace patří mezi další důležité makroekonomické faktory. Stabilní cenová hladina má samozřejmě, kromě vlivu na stabilitu ekonomického systému v zemi, i výrazný vliv na ceny vstupů a výstupů podniků. Navíc majetek vykazován v účetních výkazech v historických cenách vede k podhodnocování odpisů a zvyšování daňové zátěže.

Tabulka č. 7: Vývoj inflace

Inflace	Skutečnost							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
míra inflace v %	1.9	2.5	2.8	6.3	1	1.5	1.9	3.3
Inflace	Predikce							
	2013	2014	2015	2016				
míra inflace v %	1.4	1	2.4	0.9				

Zdroj: MFČR.

Měnová politika České národní banky je založena na režimu cílování inflace. Cílové pásmo pro meziroční růst indexu spotřebitelských cen je od roku 2006 definován jako meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen ve výši 3% s maximální odchylkou ± 1 procentního bodu. Od roku 2007 vyhlásila ČNB nový inflační cíl na úrovni meziročního přírůstku indexu spotřebitelských cen ve výši 2% s tolerančním pásmem ± 1 procentního bodu. Tento cíl by měl platit až do přistoupení ČR k eurozóně⁹¹.

Zrychlení inflace, které bylo pozorováno v roce 2008, mělo jen dočasný charakter, stejně jako v okolních zemích. Z administrativních opatření se do meziroční sazby inflace promítlo zvýšení snížené sazby DPH z 5% na 9%, růst cen plynu, elektřiny a tepla, spotřební daně z cigaret, zavedení zdravotnických poplatků u lékaře a zvýšení cen regulovaného nájemného. K následnému výraznému snížení inflace v roce 2009 došlo díky oslabení nákladových a poptávkových tlaků a vedle toho se projevil i tzv. bazický efekt (tedy vysoká srovnávací základna z minulého období). Od roku 2010 míra inflace rostla od 1,5% až na hodnotu 3,3% v roce 2012.

⁹¹ *Makroekonomická predikce České republiky*. MFČR, 2005.

Predikce Ministerstva financí pro následující roky počítá s nízkou mírou inflace i přes oslabení koruny vlivem devizových intervencí. Administrativní opatření by v roce 2013 a 2014 měla působit protiinflačně. Očekává se snižování cen elektřiny i pokles cen ropy. Se zpožděním by na inflaci v roce 2015 ještě měla působit oslabená koruna. Pokračující růst české ekonomiky a s tím související uzavírání produkční mezery by však již mohly do značné míry eliminovat protiinflační působení domácí ekonomiky. Administrativní opatření zřejmě již budou působit obvyklým proinflačním směrem. V roce 2015 by tak míra inflace měla dosáhnout 2,4%. V roce 2016 se očekává pokles na hladinu 0,9%.

Zahraniční obchod

Jak již bylo zmíněno v kapitole 2.1, více než 60% objemu tržeb tvoří tržby z produkce směřující na zahraniční trhy. Dalším důležitým faktorem, který může nepřímo ovlivnit budoucnost společnosti je stav obchodu ČR se zahraničím. Pro demonstraci zahraničního obchodu je možné využít poměr dovozu a vývozu zboží a služeb.

Tabulka č. 8: Vývoj dovozu a vývozu zboží a služeb

Vývoz zboží a služeb	Skutečnost					Predikce			
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
mld. Kč*	2480	2216	2524	2787	3001	3051	3255	3372	3521
meziroční změna v %		-10.6	13.9	10.4	7.7	1.7	6.7	3.6	4.4
Dovoz zboží a služeb	Skutečnost					Predikce			
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
mld. Kč*	2388	2064	2397	2628	2786	2808	2951	3057	3185
meziroční změna v %		-13.6	16.1	9.6	6.0	0.8	5.1	3.6	4.2

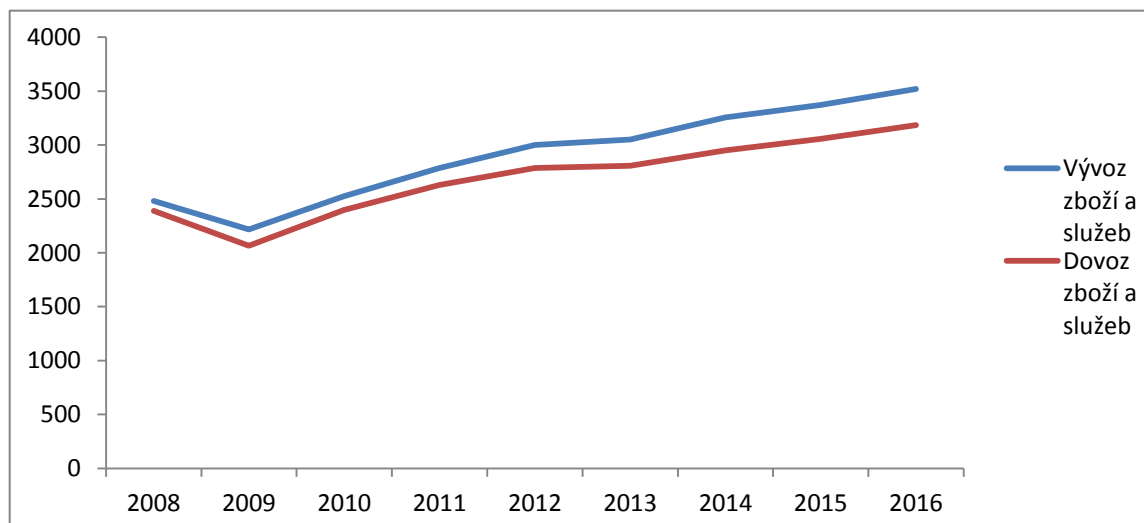
* v cenách roku 2005

Zdroj: MFČR.

Česká republika má dlouhodobě pozitivní saldo obchodní bilance. V budoucnu se počítá s trvalým růstem hodnot vývozu a dovozu. Předpokládá se, že exportní trhy, jejichž tempo růstu se v souvislosti se zhoršeným vnějším prostředím po více let snižovalo, začnou od roku 2014 opět rychleji růst. K růstu exportní výkonnosti v roce 2014 a 2015 by měla díky slabšímu kurzu koruny (v souvislosti s devizovými intervencemi ČNB) přispět větší cenová konkurenceschopnost českých podniků. Pro dobu celého prognózované období 2013 až

2016 se očekává oživování světových trhů, a tedy i zahraničního obchodu, a dynamičtější růstu exportních trhů.⁹²

Graf č. 1: Vývoj a prognóza vývozu a dovozu zboží a služeb



Zdroj: MFČR.

Na zahraničních trzích společnost obchoduje zejména v eurech (dále jen EUR) a amerických dolarech (dále jen USD). S Ruskem jako odběratelem obchoduje v USD, mnohem větší rozsah má však obchodování s Čínou kde společnost nakupuje štetinu. Ve vztahu k USD je tedy spíše v pasivní pozici. Měnu EUR využívá k obchodování se zbytkem svých zahraničních odběratelů. Protože vývoj devizových kurzů má přímý důsledek na obchodní činnost společnosti, pro úplnost jsou uvedeny směnné kurzy české koruny vůči EUR a USD.

⁹² Makroekonomická predikce České republiky. MFČR, 2014.

Tabulka č. 9: Vývoj směnných kurzů CZK/EUR a CZK/USD

Směnné kurzy	Skutečnost							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
průměrný směnný kurz CZK/EUR	29.78	28.34	27.76	24.94	26.45	25.29	24.59	25.14
průměrný směnný kurz CZK/USD	23.95	22.61	20.31	17.04	19.06	19.11	17.69	19.59
Směnné kurzy	Predikce							
	2013	2014	2015	2016				
průměrný směnný kurz CZK/EUR	25.98	27.30	27.20	26.80				
průměrný směnný kurz CZK/USD	19.57	20.20	20.10	19.90				

Zdroj: MFČR.

V roce 2013 je prognózovaný kurz eura na hladině 25,98 CZK/EUR. V letech 2014 až 2015 ČNB bude intervenovat v případě potřeby na devizovém kurzu tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Tento závazek bude platit tak dlouho, dokud ČNB nezíská jistotu, že významně kleslo riziko nedodržení inflačního cíle ve výši 2%. Bankovní rada předpokládá udržování tohoto dlouhodobého závazku přibližně do roku 2015.⁹³ V roce 2016 se očekává mírný pokles na hodnotu 26,80 CZK/EUR.

Stejně jako kurz eura i kurz dolaru mírně stoupne z prognózované hodnoty 19,57 CZK/USD pro rok 2013 na hodnotu 20,20 CZK/USD pro rok 2014. V následujících letech se očekává mírný meziroční pokles až na hodnotu 19,90 CZK/USD pro rok 2016.

3.1.2 Vymezení relevantního trhu a jeho analýza

Relevantní trh byl vymezen pomocí odvětvové klasifikace CZ-NACE. Kartáčnický průmysl se řadí do skupiny *NACE 32.9* pod názvem *Ostatní průmysl – Zpracovatelský průmysl jinde neuvedený*.

Do této skupiny patří výrobky bižuterie z obecných kovů, ze skla, ze dřeva, z kůže a z jiných materiálů, výrobou košťat a kartáčů, mechanických smetáků, válečků, stěračů a štětců, knoflíků, patentek, zipů, deštníků, slunečníků, dětských kočárků, školních a kancelářských potřeb (kromě papírových), zapalovačů, zápalek, dýmek a hřebců.

⁹³ Česká národní banka. *Kurzový závazek aneb jak ČNB drží kurz u 27 Kč za euro*[online].

Dle charakteristiky Ministerstva průmyslu a obchodu (dále jen MPO) jsou výstupy odvětvové skupiny NACE 32.9 často výrobky vyráběné většinou z kvalitních domácích surovin, včetně těch obnovitelných, s kvalifikovanými pracovníky, což je základním předpokladem pro další rozvoj oddílu jako celku. Možnostem dalšího růstu ve skupině nebrání ani problémy spojené s ochranou životního prostředí. Pro tuto skupinu je trvale aktuální zavádění nejmodernější techniky a technologií⁹⁴. Dalšímu rozvoji by nepochybně pomohlo využití investičních pobídek, jakož i obnova obchodních kontaktů s bývalými partnery z východních států a vztahů s třetími zeměmi. V tomto směru je a bude důležitá aktivní účast našich firem a prezentace jejich výrobků na oborově zaměřených veletrzích a výstavách, zejména v zahraničí. Dalším neméně důležitým trvalým úkolem této skupiny, a také legislativy, je a bude nutnost úspěšně čelit neustále rostoucímu dovozu levné, avšak nekvalitní a někdy zdravotně závadné, zejména čínské produkce, která masivně utočí nejen na český, ale i na evropský trh.⁹⁵

Protože se jedná o různorodou produkci, nejlépe se jeví vymezení v hodnotových jednotkách. Velikost trhu je tak určena celkovým objemem dosahovaných **tržeb za vlastní výrobky a služby skupiny NACE 32.9**. Následující tabulka obsahuje přehled těchto tržeb v tis. Kč za období 2005-2012 v běžných cenách. V roce 2006 tržby oproti předchozímu období klesají. Naopak v letech 2007 a 2008 lze pozorovat pozvolný růst odvětví. V roce 2009 však tržby opět klesají a to až o 8,94%. Následuje mírný nárůst v letech 2010 a 2011. V roce 2012 se tržby opět propadají o celých 7,74%. Celkový trend tržeb je tedy klesající, průměrné tempo poklesu je 2,02%.

⁹⁴ Výjimky tvoří především výroba klenotů, bižuterie a hudebních nástrojů, kde je ruční práce nenahraditelná.

⁹⁵ *Panorama zpracovatelského průmyslu 2012*. MPO, 2012.

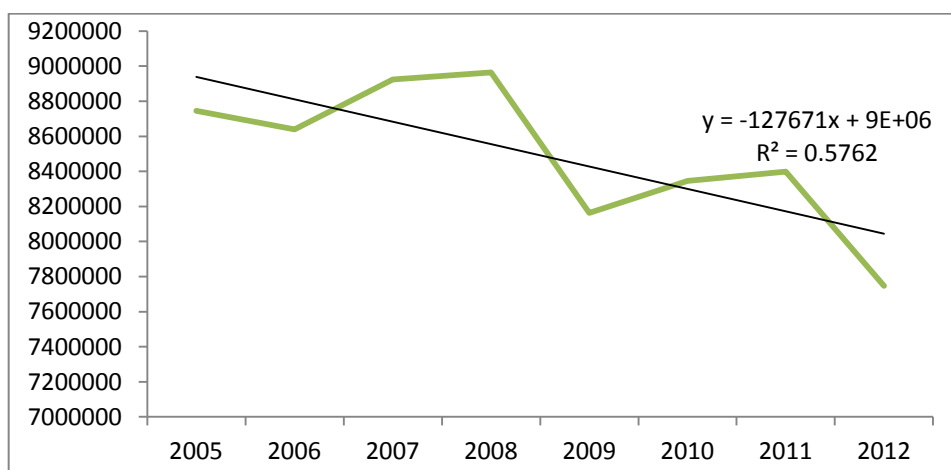
Tabulka č. 10: Vývoj tržeb za vlastní výrobky a služby NACE 32.9

NACE 32.9	2005	2006	2007	2008
Tržby za vlastní výrobky a služby	8744788	8639662	8924388	8964445
<i>změna v absolutních hodnotách</i>		-105126	284726	40057
<i>index změny trhu</i>		0.99	1.03	1.00
NACE 32.9	2009	2010	2011	2012
Tržby za vlastní výrobky a služby	8162928	8346152	8397880	7747751
<i>změna v absolutních hodnotách</i>	-801517	183224	51728	-650129
<i>index změny trhu</i>	0.91	1.02	1.01	0.92

Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu 2012.

Vývoj tržeb odvětví lze prezentovat následujícím grafem, ve kterém je patrný klesající lineární trend.

Graf č. 2: Vývoj tržeb za vlastní výrobky a služby NACE 32.9



Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu 2012.

Účetní přidaná hodnota v odvětví

Dalším sledovaným faktorem je účetní přidaná hodnota. Po předchozím růstu přidané hodnoty v letech 2006 a 2007 přidaná hodnota od roku 2008 klesá. V roce 2009 se naplno projevuje důsledky hospodářské krize a velikost přidané hodnoty se propadá o celých 9,9%. Následuje každoroční meziroční pokles přidané hodnoty. Růst nákladů na materiál, energie a služby je rychlejší než růst tržeb v odvětví.

Tabulka č. 11: Účetní přidaná hodnota NACE 32.9

NACE 32.9	2005	2006	2007	2008
Účetní přidaná hodnota	3367551	3643705	3772473	3711669
růst v %		8.20	3.53	-1.61
NACE 32.9	2009	2010	2011	2012
Účetní přidaná hodnota	3344211	3267688	3259132	3187242
růst v %	-9.90	-2.29	-0.26	-2.21

Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu 2012.

Počet zaměstnanců v odvětví

Počet pracovníků zaměstnaných ve skupině NACE 32.9 v roce 2006 klesá o 1,5%. V dalším roce mírně stoupá o 1,7%. V letech 2008-2012 počet pracovníků klesá v průměru o 6,9%. Tento trend souvisí jednak s klesajícími tržbami, jednak a s optimalizací pracovní síly v podnicích, které se potýkají s důsledky hospodářské krize. Výrazný pokles v roce 2009 o 11% je pravděpodobně způsoben hromadným propouštěním zaměstnanců následkem hospodářské krize.

Tabulka č. 12: Počet zaměstnaných osob NACE 32.9

NACE 32.9	2005	2006	2007	2008
Počet zaměstnaných osob (tis)	8676	8549	8694	8566
růst v %		-1.46	1.70	-1.47
NACE 32.9	2009	2010	2011	2012
Počet zaměstnaných osob (tis)	7625	7447	7049	6408
růst v %	-10.99	-2.33	-5.34	-9.09

Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu 2012.

Zahraniční obchod s výrobky

V roce 2010 klesá jak celkový vývoz, tak dovoz, saldo zahraničního obchodu pro skupinu NACE 32.9 klesá o 9,3%. Tento pokles byl způsoben utlumením mezinárodního obchodu. V dalších letech celkový objem vývozu a dovozu roste, saldo v roce 2011 roste o 33,8% oproti předešlému období, v roce 2012 mírně klesá o necelé procento.

Tabulka č. 13: Saldo zahraničního obchodu NACE 32.9

NACE 32.9	2009	2010	2011	2012
Vývoz (mil. Kč)	8177.2	7715.5	8363	8576.9
<i>růst v %</i>		-5.65	8.39	2.56
Dovoz (mil. Kč)	6964.1	6615.8	6891.1	7118.4
<i>růst v %</i>		-5.00	4.16	3.30
Saldo zahraničního obchodu	1213.1	1099.7	1471.9	1458.5
<i>růst v %</i>		-9.35	33.85	-0.91

Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu 2012.

3.2 Analýza vnitřního potenciálu

Analýza vnitřního potenciálu se skládá z analýzy konkurenční síly, identifikace konkurentů a vnitřního potenciálu podniku.

3.2.1 Vývoj tržních podílů oceňované společnosti

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

3.2.2 Analýza konkurenční síly podniku

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

3.2.3 Analýza vnitřního potenciálu podniku

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

3.3 Prognóza trhu a tržeb oceňovaného podniku

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

4 FINANČNÍ ANALÝZA

V předchozí kapitole práce byl charakterizován vnější a vnitřní potenciál společnosti, nyní bude zhodnoceno finanční zdraví oceňovaného podniku.

Finanční analýza je v rámci oceňovacího procesu obligatorní a dle Maříka má dva stěžejní významy⁹⁶:

1. Provéřit finanční zdraví podniku.

Úlohou finanční analýzy je poskytnout informaci o finančním zdraví podniku k datu ocenění. Pomocí finanční analýzy můžeme odhalit, zda již v minulosti a současnosti nejsou obsaženy závažné finanční problémy, které by mohly ohrozit perspektivu podniku. Vypočtené ukazatele je vhodné porovnat s hodnotami ukazatelů v oboru, odvětví či s konkurencí.

2. Vytvořit základ pro finanční plán.

Finanční analýza je také nástrojem, který nám umožní vytěžit z minulého vývoje co nejvíce poznatků pro plánování hlavních finančních veličin.

Vstupní údaje pro celou finanční analýzu pochází z výročních zpráv let 2008-2012. Tyto výkazy byly po účetní závěrce ověřeny nezávislým auditorem, jehož výrok by ve všech letech bez výhrad. Z tohoto důvodu jsou údaje v účetních výkazech považovány za průkazné a úplné.

V následujícím textu jsou hodnoceny vybrané typy ukazatelů, které jsou pro charakter a rozsah práce relevantní.

Kompletní výkazy finančního účetnictví jsou k nahlédnutí v příloze č. 3.

4.2 Analýza absolutních ukazatelů

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

4.2.1 Analýza rozvahy

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

⁹⁶ MAŘÍK M. a kol. *Metody oceňování podniku*. s. 96.

4.2.2 Analýza výkazu zisku a ztráty

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

4.2.3 Analýza CF

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

4.3 Analýza poměrových ukazatelů

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

4.3.1 Ukazatele rentability

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

4.3.2 Ukazatele aktivity

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

4.3.3 Ukazatele zadluženosti

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

4.3.4 Ukazatele likvidity

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

4.4 Čistý pracovní kapitál

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

4.5 Bonitní a bankrotní modely

Bonitní modely hodnotí schopnost podniku tvořit hodnotu pro vlastníky, bankrotní model hodnotí schopnost podniku přežít v určitém časovém horizontu (nejčastěji do 1 roku). V následujících kapitolách je uvedeno souhrnné hodnocení společnosti dle vybraných soustav ukazatelů.

4.5.1 Index IN05

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

4.5.2 Model Karas-Režňáková

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

4.6 SWOT analýza

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

5 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY

V této kapitole je provedena analýza ziskové marže, pracovního kapitálu a DD majetku. Nejprve je však majetek rozdělen na provozně potřebný a nepotřebný.

5.1 Vymezení provozně nutného majetku

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

5.2 Analýza a prognóza ziskové marže

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

5.3 Analýza a prognóza pracovního kapitálu

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

5.4 Analýza a prognóza investic do dlouhodobého majetku

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

5.5 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

5.6 Předběžné ocenění na základě generátorů hodnot

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

6 FINANČNÍ PLÁN

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

6.1 Plán výkazu zisku a ztráty

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

6.2 Plán peněžních toků

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

6.3 Plán rozvahy

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

6.4 Finanční analýza plánu

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

7 NÁVRH OCENĚNÍ

Pro ocenění společnosti XY a.s. byly vybrány 2 výnosové metody, které se jeví jako nevhodnější:

- metoda DFC ve variantě entity a
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA).

Pro ocenění pomocí výnosových metod je nutno přijmout předpoklad neomezeného trvání podniku. Z provedené strategické a finanční analýzy můžeme tento předpoklad potvrdit.

7.1 Výpočet diskontní míry

Při oceňování pomocí metody DCF ve variantě entity (která vychází z peněžních toků jak pro vlastníky, tak pro věřitele) se jako diskontní míra použijí průměrné vážené náklady kapitálu (WACC), které obsahují jak náklady na vlastní tak i cizí kapitál.

7.1.1 Náklady na cizí kapitál

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

7.1.2 Náklady na vlastní kapitál

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

7.1.3 Průměrné vážené náklady kapitálu

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

7.2 Ocenění metodou DCF entity

Ocenění bylo provedeno dvoufázovou metodou DCF ve variantě entity.

7.2.1 Volný peněžní tok do firmy (FCFF)

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

7.2.2 Současná hodnota druhé fáze

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

7.2.3 Výsledná hodnota vlastního kapitálu metodu DCF entity

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

7.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

7.3.1 Současná hodnota první fáze

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

7.3.2 Současná hodnota druhé fáze

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

7.3.3 Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle metody EVA

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.

ZÁVĚR

Cílem diplomové práce byl návrh ocenění společnosti XY, a. s. k 1. 1. 2013. Jednalo se o stanovení hodnoty tohoto podniku pro blíže neurčeného investora. K určení této hodnoty vybrané společnosti byly použity dvě z výnosových metod oceňování podniku – metoda diskontovaného peněžního toku ve variantě pro vlastníky a věřitele (metoda DCF entity) a metoda ekonomické přidané hodnoty (metoda EVA).

Ocenění bylo prováděno s vědomím managementu. Pro účel práce bylo využito jak povinně zveřejňovaných údajů, tedy výročních zpráv za období 2008 až 2012, spolu s účetními výkazy řádně ověřenými auditorem, tak konzultací s vedením. Využito bylo také informací, které poskytuje trh.

Před samotným oceněním bylo nejdříve nutné vypracovat podpůrné analýzy – strategickou a finanční.

Pomocí strategické analýzy se zkoumalo prostředí, ve kterém společnost XY, a. s. působí a její pozice na tomto trhu. Společnost se pohybuje na trhu v oblasti kartáčnické výroby. Největší podíl na tržbách zaujímá český trh, i když export pro společnost představuje 60% z celkových tržeb. Detailně zpracováván byl proto český trh. Společnost se opírá zejména o velice dobré postavení na trhu, dobrou image tradiční firmy a kvalitní výrobky. Konkurenta své velikosti má pouze jednoho, pelhřimovskou společnost YX s. r. o., vlastněnou zahraničním kapitálem. Jedná se o silného hráče na poli českého trhu, potažmo i slovenského, nejde však o konkurenta, který by ohrožoval její existenci. Strategická analýza vypovídá o tom, že společnost má vnitřní potenciál. Zvláštní pozornost byla věnována odhadu tržeb, které byly prognózovány na základě analýzy HDP a analýzy tržeb za odvětví. Způsob stanovení tržeb byl detailně popsán.

Z finanční analýzy navíc vyplývá, že se jedná o finančně zdravý podnik, který je ve srovnání v oboru vysoce rentabilní, vykazuje vysokou likviditu a nízké zadlužení. Ve srovnání s oborem dosahuje mnohem horších výsledků u ukazatele doby obratu zásob, který však může být ovlivněn tím, že ve srovnání s konkurencí se jedná o společnost mnohem větší velikosti. Financována je společnost zejména z vlastních zdrojů.

Z výsledků strategické a finanční analýzy vyplývá, že podnik má velice dobrý potenciál neomezeného trvání činnosti, který je při aplikaci výnosových metod oceňování nezbytný.

V další části diplomové práce byl sestaven finanční plán, který je výchozím předpokladem pro ocenění pomocí výnosových metod. Ve finančním plánu bylo zohledněno rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný a rozdělení výnosů a nákladů plynoucích z majetku provozně potřebného a nepotřebného. Vzhledem ke stabilní situaci společnosti byl finanční plán sestaven v jedné optimální variantě. Položky v plánu byly sestavovány metodou procentního podílu z tržeb, absolutní výše složek pracovního kapitálu byla pak vypočtena metodou doby obratu.

Pro ocenění pomocí metody DCF i metody EVA je diskontní sazba stanovena ve výši průměrných vážených nákladů kapitálu. Náklady vlastního kapitálu byly stanoveny pomocí metody oceňování kapitálových aktiv upravené dle Damodarana pro neamerické země. Vzhledem ke skutečnosti, že společnost čerpá a v budoucnu hodlá čerpat pouze dlouhodobý úvěr, byly náklady cizího kapitálu stanoveny ve výši úroku z tohoto úvěru upraveného o efektivní daňovou sazbu.

Při výpočtu hodnoty bylo v konečné fázi upraveno tempo růstu z 12,25% na 3,20%, tj. dle maximální úrovně dlouhodobě udržitelného růstu HDP, který byl stanoven jako průměr minulých let. Původní hodnota stanovená dle průměrů za minulé a prognózované období se zdála být příliš optimistická a nereálná.

Hodnota společnosti XY a. s. ke dni 1. 1. 2013, zjištěná pomocí metody DCF, činí **817 954 tis. Kč**, zjištěná pomocí metody EVA, činí **817 954 tis. Kč**. Hodnota stanovená jak metodou DCF, tak metodou EVA, poskytuje stejné výsledky.

SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

Tištěné knihy:

GERŠLOVÁ, Jana. *Vádemékum vědecké a odborné práce*. 1. vyd. Šenov: Harok, 2009. 149 s. ISBN 978-80-7431-002-7.

JUREČKA Jan. Poznámky k posudkům na ocenění podniku výnosovou metodou. *Český finanční a účetní časopis*. 2008. roč 3. č. 4, s. 51-60.

KARAS, Michal a Mária REŽŇÁKOVÁ. Bankruptcy Prediction Model of Industrial Enterprises in the Czech Republic. *International Journal of Mathematical Models and Methods in Applied Sciences*. 2013. roč. 7, č. 5, s. 519-531.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

MAŘÍKOVÁ, Pavla a Miloš MAŘÍK. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2007. 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2. přep. a rozš. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. 121 s. ISBN 80-7179-367-1.

SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 2. aktual. vyd. Brno: Computer Press, a.s., 2011. 152 s. ISBN 978-80-251-3386-6.

ŠIROKÝ, Jan a kol. *Tvoříme a publikujeme odborné texty*. 1. vyd. Brno: Computer Press, a.s., 2011. 208 s. ISBN 978-80-251-3510-5.

Elektronické zdroje:

BONDSONLINE CHART CENTER. *Corporate Bond Spreads* [online]. 2014 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: http://www.bondsonline.com/Todays_Market/Corporate_Bond_Spreads.php.

ČECH, Petr. Pojem a druhy věcí v novém občanském zákoníku. *Legal news, Glatzova & Co.* [online]. 2012 [cit. 2014-04-02]. Dostupné z: <http://www.glatzova.com/files/download/glatzova-newsletter-legal-news-pojem-a-druhy-veci-v-novem-obcanskem-zakoniku.pdf>.

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Kurzový závazek aneb jak ČNB drží kurz u 27 Kč za euro* [online]. ČNB 2014 [cit. 2014-03-19]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/faq/kurzovy_zavazek.html.

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Prognóza ČNB z února 2014* [online]. ČNB 2014 [cit. 2014-03-06]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/predchozi_prognozy/prognoza_1402.htm.

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů* [online]. ČNB 2014 [cit. 2014-03-19]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/emise_evidence_cp_nabidky_prevzeti_vytesneni/download/metodika_znal_20040826.pdf.

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Nejnovější ekonomické údaje* [online]. ČSÚ. 2014 [cit. 2014-02-13]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/aktualniinformace#11>.

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Makroekonomické údaje* [online]. ČSÚ. 2014 [cit. 2014-02-13]. Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:_makroekonomicke_udaje.

DAMODARAN Aswath. *Valuing Private Companies and Divisions* [online]. 2014 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/lectures/pvt.html.

DAMODARAN Aswath. *Valuing Firms in Distress* [online]. 2014 [cit. 2014-04-02]. Dostupné z: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/Seminars/AIMR3.pdf>.

DAMODARAN ONLINE. *The Data Page* [online]. 2014 [cit. 2014-04-02]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

EUROSTAT. *Míra růstu reálného HDP* [online]. Eurostat 2014 [cit. 2014-02-13] Dostupné z: <http://apl.czso.cz/pll/eutab/html.h?ptabkod=tec00115>.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Makroekonomická predikce 2014* [online]. MFČR 2014 [cit. 2014-03-15]. 63 s. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce/2014/makroekonomicka-predikce-leden-2014-16757>.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Makroekonomická predikce 2012* [online]. MFČR, 2012 [cit. 2014-03-06]. 64 s. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce/2012/makroekonomicka-predikce-2012-8015>.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Makroekonomická predikce 2005* [online]. MFČR 2005 [cit. 2014-03-20]. 53 s. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce/2005/makroekonomicka-predikce-2005-7542>.

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Panorama zpracovatelského průmyslu 2012*. MPO 2012 [cit. 2014-03-06]. 241 s. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/app/content/files/zpravodajstvi-pro-export/Panorama2012.pdf>.

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. *Interest Rate Statistic: Daily Treasury Yield Curve Rates* [online]. U.S. Department of the Treasury 2014 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield>.

Firemní literatura:

Výroční zprávy společnosti XY a.s. z let 2008 až 2012 včetně povinných účetních výkazů ověřených auditorem.

Zákony a vyhlášky:

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, v platném znění.

Zákon č. 89/2012 Sb. nový občanský zákoník, v platném znění.

Ostatní zdroje:

International Valuation Standards, 2011.

IDW S 1 Standards

www.bvdinfo.com - informace k databázi Amadeus

www.ivsc.org – International Valuation Standards Council

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK

CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Cash flow
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČSÚ	Český statistický úřad
DD	Dlouhodobý
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DM	Dlouhodobý majetek
EUR	Euro
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Volný peněžní tok
FFCF	Volný peněžní tok do firmy
HDP	Hrubý domácí produkt
IVS	International Valuation Standards
KD	Krátkodobý
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
MFČR	Ministerstvo financí České republiky
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	Hodnota přidaná trhem
NOA	Čistá operační aktiva
NOPAT	Zisk z operační činnosti podniku po dani
ROA	Rentabilita celkového kapitálu
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
XY	XY
USD	Americký dolar
VH	Výsledek hospodaření
WACC	Průměrné vážené náklady kapitálu

SEZNAM TABULEK

Tabulka č. 1: Přehled nejpoužívanějších ukazatelů likvidity	31
Tabulka č. 2: Přehled nejpoužívanějších ukazatelů zadluženosti a finanční rovnováhy	32
Tabulka č. 3: Přehled nejpoužívanějších ukazatelů výnosnosti	33
Tabulka č. 4: Přehled nejpoužívanějších ukazatelů aktivity	34
Tabulka č. 5: Interpretace výsledných hodnot	36
Tabulka č. 6: Vývoj HDP v ČR	66
Tabulka č. 7: Vývoj inflace	67
Tabulka č. 8: Vývoj dovozu a vývozu zboží a služeb	68
Tabulka č. 9: Vývoj směnných kurzů CZK/EUR a CZK/USD	70
Tabulka č. 10: Vývoj tržeb za vlastní výrobky a služby NACE 32.9	72
Tabulka č. 11: Účetní přidaná hodnota NACE 32.9	73
Tabulka č. 12: Počet zaměstnaných osob NACE 32.9	73
Tabulka č. 13: Saldo zahraničního obchodu NACE 32.9	74

SEZNAM SCHÉMÁT A GRAFŮ

Schéma č. 1: Analýza potenciálu vývoje podniku	26
Schéma č. 2: Odvození prognózy tržeb	28
Schéma č. 3: Generátory hodnoty	40
Schéma č. 4: Postup sestavování finančního plánu	47
Schéma č. 5: Výpočet KPVH	50
Schéma č. 6: Výpočet FCF	50
Schéma č. 7: Postup výpočtu hodnoty metodou DCF entity	52
Schéma č. 8: Přehled metod pro odhad nákladů vlastního kapitálu	57
Graf č. 1: Vývoj a prognóza vývozu a dovozu zboží a služeb.....	69
Graf č. 2: Vývoj tržeb za vlastní výrobky a služby NACE 32.9.....	72

SEZNAM PŘÍLOH

Utajeno dle přání dotčeného subjektu.